



**ATLANTIA SPA  
GEMINA SPA**

**FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI  
GEMINA SPA IN ATLANTIA SPA (la "Fusione")  
RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES C.C.**

**FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI GEMINA SPA IN ATLANTIA SPA (la "Fusione")  
RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES C.C.**

Agli azionisti di Atlantia SpA  
Agli azionisti di Gemina SpA

**1 Motivo e oggetto dell'incarico**

Con provvedimento datato 5 marzo 2013, a seguito di istanza congiunta di Atlantia SpA ("**Atlantia**") e di Gemina SpA ("**Gemina**", insieme anche le "**Società**"), il Tribunale di Roma ha designato PricewaterhouseCoopers SpA quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni ordinarie di Atlantia e le azioni ordinarie di Gemina e fra le azioni ordinarie di Atlantia e le azioni di risparmio di Gemina (i "**Rapporti di Cambio**"). A tal fine abbiamo ricevuto da Atlantia e da Gemina il progetto di fusione ("**Progetto di Fusione**"), le relazioni degli amministratori (le "**Relazioni degli Amministratori**") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, i Rapporti di Cambio, nonché i progetti di bilancio di esercizio al 31 dicembre 2012 di Atlantia e di Gemina assunti quali situazioni patrimoniali di riferimento (le "**Situazioni Patrimoniali**") ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle assemblee straordinarie degli azionisti di Atlantia e di Gemina in prima convocazione per il giorno 30 aprile 2013 ed in seconda convocazione per il giorno 15 maggio 2013.

L'assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio Gemina sarà chiamata ad approvare l'operazione di fusione il 29 aprile 2013 in prima convocazione ed il 14 maggio 2013 in seconda convocazione.

**2 Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sui Rapporti di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori di Atlantia e di Gemina per la loro determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle Società a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

---

**PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. 3.754.400,00 Euro i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n. 43 dell'Albo Consob - Altri Uffici: **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wulher 23 Tel. 0303697501 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10129 Corso Montevicchio 37 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Atlantia o di Gemina. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di Atlantia (il "CdA di Atlantia") e dal Consiglio di Amministrazione di Gemina (il "CdA di Gemina", congiuntamente anche i "CdA" o gli "Amministratori") e dai consulenti da essi incaricati.

### **3 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Atlantia e Gemina i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- 1) Il Progetto di Fusione, l'Accordo di Fusione e le Relazioni degli Amministratori indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alle Situazioni Patrimoniali, i seguenti Rapporti di Cambio:
  - per quanto attiene alle azioni ordinarie di Gemina, numero 1 azione ordinaria di Atlantia, avente valore nominale di Euro 1,00 e data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie di Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni 9 azioni ordinarie di Gemina;
  - per quanto attiene alle azioni di risparmio di Gemina, numero 1 azione ordinaria di Atlantia, avente valore nominale di Euro 1,00 e data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie di Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni 9 azioni di risparmio di Gemina.

Tali Rapporti di Cambio sono stati determinati dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle presentazioni e dalle *fairness opinion* di cui al successivo punto 2).

- 2) Il documento "Materiale di discussione per il CdA di Atlantia" redatto da Goldman Sachs International e Banca IMI – Intesa Sanpaolo in qualità di consulenti finanziari del CdA di Atlantia (gli "**Advisor di Atlantia**") ed il documento "*Gemina and Atlantia Merger – Considerations on Exchange Ratio*" redatto da Barclays Bank ed UniCredit in qualità di consulenti finanziari del CdA di Gemina (gli "**Advisor di Gemina**", insieme gli "**Advisor**"). Tali presentazioni, datate 8 marzo 2013 e predisposte su incarico delle Società, espongono i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta ed i valori risultanti dalla loro applicazione. Abbiamo, inoltre, analizzato le seguenti *fairness opinion*, tutte datate 8 marzo 2013, contenute nei Documenti Informativi relativi ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate aventi ad oggetto la "Fusione per Incorporazione di Gemina SpA in Atlantia SpA" pubblicati da Atlantia e da Gemina in data 15 marzo 2013:
  - (i) "*Fairness Opinion on the exchange ratio*" rilasciata da Deutsche Bank ed indirizzata al CdA di Atlantia;



- (ii) “Fairness opinion in relazione al rapporto di concambio proposto nell’ambito della fusione per incorporazione di Gemina in Atlantia” rilasciata da Rothschild ed indirizzata al Comitato degli Amministratori Indipendenti per le operazioni con parti correlate di Atlantia;
- (iii) “Opinione sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del rapporto di cambio nell’ambito della prospettata operazione di fusione per incorporazione di Gemina SpA in Atlantia SpA” rilasciata da Intermonte ed indirizzata al Comitato degli Amministratori Indipendenti per le operazioni con parti correlate di Atlantia;
- (iv) “Financial Fairness Opinion sul Rapporto di Concambio” rilasciata da Unicredit ed indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Gemina;
- (v) “Fairness Opinion sul rapporto di cambio” rilasciata da Barclays ed indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Gemina;
- (vi) “Parere sulla ragionevolezza del rapporto di concambio dal punto di vista finanziario” rilasciato da BNP Paribas ed indirizzato al Consiglio di Amministrazione di Gemina;
- (vii) “Parere di congruità finanziaria del rapporto di concambio nell’operazione di fusione per incorporazione di Gemina SpA in Atlantia SpA” rilasciato da Leonardo & Co. SpA ed indirizzato al Comitato degli Amministratori Indipendenti per le operazioni con parti correlate di Gemina;
- (viii) “Fairness opinion of the Exchange ratio” rilasciata da Credit Suisse Securities Limited ed indirizzata al Comitato degli Amministratori Indipendenti per le operazioni con parti correlate di Gemina.

3) La seguente documentazione, utilizzata dagli *Advisor* di Atlantia e dagli *Advisor* di Gemina per la preparazione delle loro valutazioni e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:

- documento “*Creating an International Scale Leader in Infrastructure*” datato 11 marzo 2013;
- Convenzione Unica stipulata tra Autostrade per l’Italia (“**ASPI**”) ed ANAS il 12 ottobre 2007 e relativi allegati e convenzioni delle società del Gruppo Atlantia italiane ed estere;
- Convenzione / Contratto di Programma stipulato con ENAC il 27 dicembre 2012 e relativi allegati (“**Convenzione ADR**” o “**Convenzione**”);
- bilancio consolidato e progetto di bilancio di esercizio di Atlantia e progetto di bilancio di esercizio di ASPI al 31 dicembre 2012, assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione Deloitte & Touche SpA;
- bilancio consolidato e progetto di bilancio di esercizio di Gemina e di Aeroporti di Roma SpA (“**ADR**”) al 31 dicembre 2012, assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione Deloitte & Touche SpA;
- bilancio di esercizio e consolidato di Atlantia e di Gemina al 31 dicembre 2011 corredati dalle rispettive relazioni degli amministratori, dei colleghi sindacali e delle società di revisione. In particolare, la società di revisione KPMG SpA ha predisposto le relazioni di revisione sui bilanci di Atlantia mentre la società di revisione Deloitte & Touche SpA ha predisposto le relazioni di revisione sui bilanci di Gemina;



- documento “Budget 2013 e proiezioni di medio-lungo periodo di Gruppo”, di cui il CdA di Atlantia ha preso atto in data 17 gennaio 2013, approvando nel contempo il Budget 2013;
- piani economico finanziari delle principali società del Gruppo Atlantia fino alla scadenza delle relative concessioni;
- “Budget 2013 di ADR”, “Budget 2013 di Gemina SpA” e “Aggiornamento del Piano Economico Finanziario 2013-2044” relativo ad ADR approvati dal CdA di Gemina in data 1 febbraio 2013;
- “Piano AMBAC 2013-2022” e relativi allegati;
- presentazione al CdA di Atlantia del progetto di integrazione tra Atlantia e Gemina (“Progetto San Giuliano Materiale di discussione” – c.d. “*Induction*”) che include: (a) scenari *down side* rispetto alle proiezioni di medio-lungo periodo di Gruppo e (b) scenari *down side* rispetto all’Aggiornamento del Piano Economico Finanziario 2013-2044 relativo ad ADR sviluppati da Roland Berger Strategy Consultants (“**Roland Berger**”) su incarico del CdA di Atlantia;
- documento “Valutazione di alcuni elementi del Piano Industriale di Atlantia” sviluppato da Bain & Company (“**Bain**”) e datato 4 marzo 2013;
- documento “Analisi del Piano Economico Finanziario 2013 – 2044” datato 31 gennaio 2013 e realizzato da The Boston Consulting Group (“**BCG**”); documento “Potenziali evoluzioni del vettore nazionale” datato 8 febbraio 2013 realizzato da BCG, che illustra scenari *down side* rispetto all’“Aggiornamento del Piano Economico Finanziario 2013-2044” approvato dal CdA di Gemina;
- andamento dei prezzi di borsa dei titoli azionari di Atlantia e di Gemina, *report* di analisti finanziari relativi ai *target price* dei titoli azionari di Atlantia e Gemina, multipli di Borsa di società quotate, multipli di transazioni comparabili, informazioni relative a conversioni obbligatorie di azioni di risparmio avvenute storicamente in Italia;
- Statuto di Atlantia *pre* Fusione, *post* Fusione e Statuto di Gemina.

La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate avente ad oggetto la “Fusione per Incorporazione di Gemina SpA in Atlantia SpA” pubblicato da Atlantia in data 15 marzo 2013;
- documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate avente ad oggetto la “Fusione per Incorporazione di Gemina SpA in Atlantia SpA” pubblicato da Gemina in data 15 marzo 2013;
- parere del Comitato Indipendenti per le operazioni con parti correlate di Atlantia;
- parere del Comitato Indipendenti per le operazioni con parti correlate di Gemina;
- elementi di mercato, contabili e statistici nonché ogni altra informazione e documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni delle Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello

svolgimento delle nostre analisi.

#### **4 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione dei Rapporti di Cambio**

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor*, in considerazione della rilevanza e complessità dell'operazione di Fusione hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in modo omogeneo le due società.

##### **4.1 Metodi di valutazione adottati dal CdA di Atlantia**

###### **4.1.1 Premessa**

La documentazione di supporto alla determinazione dei Rapporti di Cambio da parte del CdA di Atlantia comprende, in aggiunta alle Situazioni Patrimoniali, tra l'altro, i seguenti documenti:

- bilancio consolidato di Atlantia e Gemina al 31 dicembre 2012;
- statuti vigenti delle Società;
- piani industriali di Atlantia e di Gemina, coerenti con la durata dei vari *business* gestiti, e in particolare quelli afferenti le concessioni autostradali ed aeroportuali e relative analisi di sensitività;
- Convenzione ADR.

Ai fini dell'analisi e definizione del rationale e della struttura dell'operazione ed ai fini della valutazione dei Rapporti di Cambio, il CdA di Atlantia ha tenuto conto, per l'individuazione dei valori da attribuire ad Atlantia e Gemina, della documentazione predisposta dagli *Advisor* di Atlantia, come di seguito specificato, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni. In particolare, il CdA di Atlantia si è avvalso delle considerazioni valutative degli *Advisor* finanziari Goldman Sachs International, Banca IMI - Intesa Sanpaolo, Mediobanca e Royal Bank of Scotland nonché di Roland Berger, quale consulente industriale. Inoltre, il CdA di Atlantia si è avvalso di Deutsche Bank, cui è stato richiesto di fornire un'opinione in merito alla congruità dal punto di vista finanziario, c.d. "*fairness opinion*". La *fairness opinion* in parola ha concluso per la congruità, dal punto di vista finanziario, del rapporto di cambio proposto.

###### **4.1.2 Scelta dei metodi di valutazione**

Il CdA di Atlantia ha individuato quali metodologie di valutazione principali i metodi dei *Discounted Cash Flow* ("**DCF**") ed il criterio della Somma delle Parti ("**SOTP**") e, come metodologie di controllo, l'analisi dei prezzi di mercato e l'analisi dei *target price* degli analisti di ricerca.

Non sono state invece prese in considerazione dal CdA di Atlantia le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili in quanto la comparabilità insita nelle società oggetto di transazione è risultata inficiata da differenze concernenti principalmente i contesti regolatori, la durata e le caratteristiche delle concessioni.

Per le valutazioni svolte applicando la metodologia del DCF è stata utilizzata la data di riferimento del 31 dicembre 2012.

#### **4.1.3 Descrizione dei metodi di valutazione**

##### *Metodo dei Discounted Cash Flow*

Gli Amministratori di Atlantia hanno adottato tale metodologia di valutazione al fine di cogliere le specificità di entrambe le Società in termini di profittabilità, crescita, livello di rischio e struttura patrimoniale.

In base a questo criterio, il valore del capitale economico di una società è stimato come la somma (i) del valore attuale dei flussi di cassa operativi “*unlevered*” attesi da piano industriale, e (ii) di un valore terminale, al netto di (iii) debito finanziario netto e interessi di terzi, come espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} - DF_{t0}$$

dove:

W = Valore capitale economico

FC<sub>t</sub> = Flusso di cassa operativo “*unlevered*” annuale atteso nel periodo t

VT = Valore terminale

DF = Debito finanziario netto e interessi di terzi al momento t=0

n = Numero dei periodi di proiezione

WACC = Costo medio ponderato del capitale

I flussi operativi “*unlevered*” del periodo di proiezione esplicita sono determinabili analiticamente come segue:

+ Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT);





- Imposte sull'EBIT (al netto di aggiustamenti di natura non monetaria considerati parte della base imponibile nella contabilità fiscale);
- + Ammortamenti/accantonamenti aventi natura non monetaria;
- Investimenti fissi;
- +/- Variazioni del capitale circolante netto.

Il valore terminale, laddove presente, rappresenta, nel caso specifico di un'attività infrastrutturale in concessione, il valore residuo delle attività al termine del periodo di concessione.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi e del valore terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento mediante la seguente formula:

$$WACC = K_d (1 - t) \frac{D}{D + E} + K_e \frac{E}{D + E}$$

dove:

$K_d$  = Costo del capitale di debito

$K_e$  = Costo del capitale di rischio

$D$  = Capitale di debito

$E$  = Capitale di rischio

$t$  = Aliquota fiscale

In particolare, il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società od attività economiche di simile rischiosità al netto dell'effetto fiscale. Il costo del capitale di rischio riflette invece il rendimento atteso dall'investitore, tenuto conto del rischio relativo dell'investimento, calcolato sulla base della teoria del *Capital Asset Pricing Model* attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

$K_e$  = Costo del capitale di rischio



$R_f$  = Tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio

$\beta$  = Coefficiente che misura la correlazione tra i rendimenti attesi dell'investimento considerato e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento

$R_m$  = Rendimento medio atteso su investimenti azionari del mercato azionario di riferimento

$(R_m - R_f)$  = Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento ( $R_m$ ) rispetto ad investimenti privi di rischio ( $R_f$ )

In via generale, il tasso WACC utilizzato dagli Amministratori di Atlantia ai fini della stima del valore del capitale economico di Gemina e Atlantia riflette ipotesi coerenti con i *benchmark* di mercato relativi al costo del capitale di debito ed al costo del capitale di rischio (tasso di rendimento atteso su investimenti privi di rischio, coefficiente Beta, premio di rendimento richiesto dal mercato azionario), nonché con la struttura del capitale delle attività oggetto di valutazione.

#### Criterio della Somma delle Parti

In base al criterio della Somma delle Parti, il valore del capitale economico di una società viene determinato come somma dei valori delle singole attività della stessa, intese come entità economiche valorizzabili autonomamente, opportunamente rettificati per tenere conto della posizione finanziaria netta della società e degli interessi di terzi, ove rilevanti, nonché di altri effetti, tra cui quelli relativi a eventuali poste fuori bilancio ed ai potenziali benefici fiscali.

Per quanto riguarda le singole attività, ciascuna di esse può essere valutata sulla base delle metodologie considerate più adatte alla situazione specifica (ad esempio applicando il criterio delle quotazioni di borsa, il criterio dei multipli di mercato, i valori di bilancio, il criterio del *Discounted Cash Flow* o con i valori individuati dagli analisti di ricerca per tali attività, ove disponibili).

#### Analisi dei prezzi di mercato

L'analisi dei prezzi di mercato permette di identificare il valore economico di una società con il valore attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono negoziate.

La metodologia consiste nel valutare le azioni della società sulla base del prezzo di mercato ad una certa data oppure della media del prezzo delle azioni, registrata sul mercato azionario dove le azioni sono negoziate, nel corso di un determinato intervallo di tempo.

In particolare, la scelta dell'intervallo di tempo sul quale calcolare la media dei prezzi deve raggiungere un equilibrio tra la mitigazione di eventuali volatilità di breve periodo (sarebbe preferibile un orizzonte temporale più lungo) e la necessità di riflettere le più recenti condizioni di mercato e situazione della società da valutare (solo i prezzi recenti dovrebbero essere presi in considerazione).

#### Analisi dei target price degli analisti di ricerca

La metodologia consiste nell'analisi delle raccomandazioni degli analisti di ricerca che coprono i titoli oggetto di valutazione. Così come avviene per l'analisi dei corsi di borsa, i risultati derivanti dall'applicazione di tale metodologia emergono da un processo logico differente da quello applicato da metodi valutativi di tipo tradizionale, basati su esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi futuri attesi, alla loro tempistica e livello di rischiosità, alla struttura del capitale attuale e prospettica. Tuttavia essi rappresentano un'utile indicazione ai fini della determinazione del valore di società i cui titoli siano quotati in borsa, completando il quadro dei riferimenti valutativi.

#### **4.1.4 La valutazione in presenza di diverse categorie di azioni**

Con riferimento al trattamento delle azioni di risparmio Gemina ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio proposti, il CdA di Atlantia ha preso in esame le conversioni obbligatorie di azioni risparmio avvenute nel mercato italiano tra il 1999 e la data dell'annuncio.

Il CdA di Atlantia ha osservato come la vasta maggioranza delle operazioni di conversione obbligatoria precedenti sia stata eseguita con un rapporto di conversione di una azione ordinaria per ciascuna azione di risparmio convertita.

Il CdA di Atlantia ritiene che le operazioni che ha preso in esame presentino altre caratteristiche in comune con quella in oggetto, in quanto nella maggioranza dei casi le azioni oggetto di conversione rappresentavano una percentuale bassa del totale del capitale e le azioni oggetto di conversione avevano volumi di scambio ridotti.

Sulla base di questa analisi e tenuto conto della limitata liquidità delle azioni di risparmio Gemina che rende un'analisi dei prezzi di mercato poco significativa, il CdA di Atlantia ha deciso di valutare le azioni risparmio Gemina alla pari con le azioni ordinarie e, pertanto, di considerare lo stesso rapporto di cambio.

#### **4.2 Difficoltà di valutazione incontrate dal CdA di Atlantia**

Il CdA di Atlantia riferisce che le valutazioni alle quali è pervenuto per la determinazione dei Rapporti di Cambio devono essere considerate alla luce di talune difficoltà così sintetizzate:

- l'applicazione di alcune metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico-finanziari previsionali elaborati dal Gruppo Atlantia e dal Gruppo Gemina. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza e indeterminatezza, soprattutto nel contesto attuale di mercato, caratterizzato da incertezza sulle condizioni macro-economiche italiane ed europee;
- la difficile prevedibilità dell'evoluzione del traffico delle Società e dell'implementazione in termini di tempi e costi dei piani di investimento delle predette Società;
- l'utilizzo del metodo dei prezzi di mercato presenta difficoltà applicative dovute alla



sottostante assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante limitato di Gemina. Inoltre, l'andamento delle quotazioni di mercato può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine;

- con riferimento alle azioni di risparmio Gemina, il CdA di Atlantia segnala che queste rappresentano lo 0,26% del capitale sociale e sono caratterizzate da una bassa capitalizzazione e liquidità in termini di volumi e controvalori scambiati. Il CdA di Atlantia evidenzia, inoltre, che, a seguito dell'annuncio al mercato del 9 gennaio 2013, con il quale Atlantia e Gemina hanno comunicato l'avvio di contatti funzionali a verificare la sussistenza dei presupposti industriali, finanziari, economici e giuridici per un'eventuale operazione di integrazione societaria tra le due holding quotate, i prezzi delle azioni di risparmio hanno registrato una forte volatilità sia in termini di prezzo che di volumi rispetto ad andamenti storici, tale da ridurre la significatività;
- è previsto che Atlantia, la quale non ha emesso azioni di risparmio, serva il concambio mediante emissione di sole azioni ordinarie. Pertanto, la Fusione è soggetta all'approvazione dell'Assemblea Speciale dei possessori di azioni di risparmio Gemina;
- le valutazioni non tengono conto di eventuali accadimenti successivi alla data di riferimento delle analisi.

Con riferimento all'ultimo punto, il CdA di Atlantia segnala peraltro che, alla data della sua Relazione ex art. 2501 *quinquies*, non sono intervenuti accadimenti successivi di rilievo rispetto alla data di riferimento delle predette analisi.

#### **4.3 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal CdA di Atlantia**

##### **4.3.1 Applicazione delle metodologie di valutazione principali**

###### Gruppo Gemina

Nell'applicazione della metodologia di valutazione principale del *Discounted Cash Flow*, il valore di Gemina è stato determinato dal CdA di Atlantia scontando i flussi di cassa di ADR indicati nel Piano Economico Finanziario consolidato 2013-2044 approvato dal CdA di Gemina in data 1 febbraio 2013 ("*Management Case*"), a valle dell'approvazione della Convenzione ADR.

Il valore terminale è stato determinato dagli Amministratori di Atlantia, tra l'altro, per quanto concerne l'attività regolamentata, sulla base del valore del capitale investito netto residuo a fine concessione, calcolato secondo principi della contabilità regolatoria, mentre per quanto concerne l'attività non regolamentata, sulla base del valore contabile residuo a fine concessione.

Inoltre il CdA di Atlantia ha tenuto conto di analisi di sensitività basate su scenari alternativi di traffico aeroportuale, al fine di considerare gli scenari macro e microeconomici riflessi nei corsi azionari e nelle valutazioni degli analisti di ricerca, elaborati separatamente ed indipendentemente da BCG e Roland Berger ("*Analisi di Sensitività*") applicando il criterio della Somma delle Parti, ossia considerando separatamente gli impatti sul business regolato e non regolato di ADR.

Partendo dal valore del capitale economico di ADR così stimato, il CdA di Atlantia è passato alla stima del valore del capitale economico di Gemina tenendo conto del valore (i) degli interessi di terzi di ADR, (ii) del debito netto di Gemina, (iii) degli altri *asset* posseduti da Gemina oltre alla partecipazione in ADR, (iv) degli *holding cost* di Gemina e (v) degli effetti finanziari legati all'esercizio accelerato dei piani di *stock option* di Gemina.

Inoltre, ai fini del calcolo del valore per azione Gemina, il CdA di Atlantia ha utilizzato un numero di azioni Gemina basato sul numero totale di azioni ordinarie e risparmio emesse (valutando quindi le azioni di risparmio alla pari con le azioni ordinarie), al netto delle azioni proprie detenute dalla società ed aumentato del numero di azioni derivante dall'esercizio accelerato dei piani di *stock option* in essere.

La tabella seguente individua il valore minimo e massimo per azione Gemina, individuati dal CdA di Atlantia con le metodologie sopra descritte.

	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Valore per azione Gemina – <i>Management Case</i> (Euro)	1,43	1,84
Valore per azione Gemina – Analisi di Sensitività (Euro)	1,14	1,34

#### Gruppo Atlantia

Il CdA di Atlantia ha applicato il criterio della Somma delle Parti. In particolare, il CdA di Atlantia ha calcolato il valore del capitale economico di Atlantia come sommatoria dei valori del capitale economico di ciascuna concessione e delle altre attività del Gruppo derivanti dall'applicazione della metodologia del DCF (per tutte le attività principali) ai piani industriali delle singole entità ("*Management Case*"), opportunamente rettificati per tenere conto del debito finanziario netto delle singole entità e degli interessi di terzi. Inoltre, gli Amministratori di Atlantia hanno tenuto conto anche di un'analisi di sensitività basata su uno scenario alternativo di traffico ed investimenti preparato dal *management* di Atlantia ("*Analisi di Sensitività*") al fine di considerare gli scenari macro e microeconomici prevalenti, peraltro riflessi nei corsi azionari e nelle valutazioni degli analisti di ricerca.

Ai fini del calcolo del valore per azione Atlantia, il CdA di Atlantia ha utilizzato un numero di azioni ordinarie Atlantia basato sul numero totale di azioni ordinarie emesse, al netto delle azioni proprie detenute dalla società e aumentato del numero di azioni derivante dall'esercizio dei piani di *stock option* e *stock grant* in essere, come risultante dall'applicazione del cosiddetto *treasury stock method*.

La tabella seguente individua il valore minimo e massimo per azione Atlantia, individuati dagli Amministratori di Atlantia con le metodologie sopra descritte, prima della distribuzione di dividendi prevista per il mese di maggio 2013 e pertanto prima del completamento della Fusione.



	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Valore per azione Atlantia – <i>Management Case</i> (Euro)	18,9	21,3
Valore per azione Atlantia – Analisi di Sensitività (Euro)	12,5	14,3

La tabella seguente individua il valore minimo e massimo per azione Atlantia, individuati dagli Amministratori di Atlantia con la metodologia fondamentale sopra descritta e rettificati per effetto della distribuzione di dividendi prevista per il mese di maggio 2013 (“Ex-Dividendo”).

	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Valore per azione Atlantia Ex- Dividendo – <i>Management Case</i> (Euro)	18,5	20,9
Valore per azione Atlantia Ex- Dividendo – Analisi di Sensitività (Euro)	12,1	13,9

La tabella seguente riassume l’intervallo di stima dei Rapporti di Cambio calcolati dagli Amministratori di Atlantia, secondo le metodologie ed i criteri applicativi di cui ai paragrafi precedenti, come quoziente tra il valore per azione ordinaria Atlantia Ex-Dividendo ed il valore per azione ordinaria e di risparmio Gemina con riferimento al minimo ed al massimo dei rispettivi intervalli determinati in precedenza (in particolare, è stato rapportato il minimo di Atlantia al massimo di Gemina ed il massimo di Atlantia al minimo di Gemina).

	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Azioni Gemina per azione Atlantia Ex-Dividendo - <i>Management Case</i>	10,1x	14,6x
Azioni Gemina per azione Atlantia Ex-Dividendo - Analisi di Sensitività	9,0x	12,2x

Nella determinazione dei Rapporti di Cambio, il CdA ha tenuto conto in particolare delle valutazioni basate sulle Analisi di Sensitività per Gemina ed Atlantia, che, secondo il CdA di Atlantia, ad oggi meglio rispecchiano gli scenari macro e microeconomici prevalenti, peraltro riflessi nei corsi azionari e nelle valutazioni degli analisti di ricerca, come anche confermato dall’applicazione delle metodologie di valutazione di controllo di seguito esposte.



#### 4.3.2 Applicazione delle metodologie di valutazione di controllo

Al fine di verificare l'accuratezza dei Rapporti di Cambio determinati con i criteri sopra menzionati, gli Amministratori di Atlantia hanno, infine, provveduto ad effettuare un controllo mediante l'applicazione dei metodi di seguito riportati.

##### Analisi dei prezzi di mercato

Nell'applicazione di questo metodo valutativo e con specifico riferimento a Gemina, il CdA di Atlantia ha tenuto conto della discontinuità sulle quotazioni di borsa dei titoli generata dall'approvazione della Convenzione ADR in data 21 dicembre 2012, che ha determinato un riallineamento delle quotazioni tenuto conto del mutato livello di redditività, delle prospettive di crescita e del livello di rischio della società risultanti dall'entrata in vigore del nuovo regime tariffario.

Di conseguenza tale metodo valutativo è stato applicato dal CdA di Atlantia tenendo conto dei rapporti di cambio (azioni Gemina ordinarie per azione Atlantia ordinaria) espressi dal mercato relativamente (i) alla data del 7 marzo 2013 e (ii) nel periodo di un mese antecedente la data del 7 marzo 2013 inclusa.

La tabella seguente riporta i Rapporti di Cambio riscontrati dagli Amministratori di Atlantia nei periodi temporali sopra indicati:

	<b>7 marzo 2013</b>	<b>Media 1 mese antecedente al 7 marzo 2013</b>
Azioni Ordinarie Gemina per azione Atlantia Ex-Dividendo	8,9x	9,7x

Come già indicato, tenuto conto della limitata liquidità delle azioni di risparmio Gemina, il CdA di Atlantia ha ritenuto un'analisi dei prezzi di mercato delle stesse poco significativa.

##### Analisi dei target price degli analisti di ricerca

Il CdA di Atlantia ha analizzato i *target price* pubblicati dagli analisti di ricerca relativamente ai titoli di Atlantia e Gemina. Con riferimento a Gemina il CdA di Atlantia ha tenuto conto delle ricerche pubblicate nel periodo successivo all'approvazione della Convenzione ADR in data 21 dicembre 2012. La tabella seguente riporta i valori minimo e massimo dei *target price* di Atlantia e Gemina pubblicati dagli analisti di ricerca presi in considerazione dal CdA di Atlantia ai fini della valutazione:

	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Target Price Atlantia (Euro)	10,0	18,6
Target Price Gemina (Euro)	1,10	1,55

La tabella seguente riassume l'intervallo di stima dei Rapporti di Cambio (valori Ex-Dividendo) calcolati dal CdA di Atlantia come quoziente tra il *target price* di Atlantia (Ex-Dividendo) e quello di Gemina con riferimento al minimo ed al massimo dei rispettivi intervalli determinati in precedenza.

	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Azioni Gemina per azione Atlantia Ex-Dividendo	8,7x	11,7x

#### **4.3.3 Principali elementi non considerati nelle analisi valutative *stand alone***

Il CdA di Atlantia rileva che, in accordo alla prassi di mercato per operazioni similari, a completamento delle analisi sopra menzionate, ha considerato l'impatto sui Rapporti di Cambio derivante dalle potenziali sinergie.

Tra le potenziali sinergie operative e finanziarie dell'operazione il CdA di Atlantia ha identificato:

- la riduzione del rischio di esecuzione dei lavori previsti dal piano di investimenti di ADR grazie alle competenze di Atlantia nella realizzazione di opere complesse;
- sinergie finanziarie derivanti dall'ingresso di ADR nell'ambito di un gruppo dalla maggiore solidità finanziaria comprovata da un merito di credito più elevato;
- sinergie di costo, seppur limitate.

Gli Amministratori di Atlantia hanno stimato che l'impatto della valorizzazione di tali sinergie – ipotizzando una ripartizione paritaria tra le parti – si tradurrebbe in una riduzione del rapporto di cambio fino a 0,3x. Gli Amministratori di Atlantia riferiscono a titolo esemplificativo che applicando tale riduzione all'intervallo dei Rapporti di Cambio identificati sulla base delle metodologie principali e delle Analisi di Sensitività per Atlantia e Gemina (9,0x – 12,2x Ex-Dividendo), si otterrebbe un intervallo di Rapporti di Cambio inclusivo dei potenziali benefici dell'operazione di 8,7x – 11,9x.

Altri elementi "*intangibles*" da valutare addizionalmente identificati dagli Amministratori di Atlantia che riferiscono essere di difficile quantificazione includono:

- riduzione dell'esposizione di Atlantia al rischio volumi relativo al traffico in Italia grazie al contributo derivante dal traffico internazionale di ADR;

- diversificazione delle fonti di ricavo con maggiore esposizione alla crescita globale connessa al traffico estero di ADR;
- possibilità di cogliere nuove opportunità di *business*, in particolare in paesi dove Atlantia è già presente, quali Brasile e Cile;
- ruolo di riferimento rafforzato nel settore delle infrastrutture in Italia;
- migliori opportunità di bilanciamento delle risorse a livello di Gruppo.

In considerazione di quanto sopra illustrato e, in particolare, degli scenari macro e micro economici prevalenti, peraltro riflessi nei corsi di Borsa e nelle valutazioni degli analisti di ricerca, dei benefici derivanti dall'operazione, della dinamica negoziale con la controparte e tenuto conto delle risultanze della *fairness opinion* di Deutsche Bank, il CdA di Atlantia ha determinato i Rapporti di Cambio nella misura sotto riportata.

#### **4.3.4 I Rapporti di Cambio**

In data 8 marzo 2013 il CdA di Atlantia, dopo aver esaminato e fatto proprie le valutazioni degli *Advisor* di Atlantia, nonché preso atto del motivato parere favorevole dei rispettivi Comitati Indipendenti all'uopo istituiti ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate, ha approvato i Rapporti di Cambio tra azioni ordinarie Atlantia ed azioni ordinarie e di risparmio Gemina in base ai quali si procederà alla assegnazione delle azioni di Atlantia. Detti rapporti sono stati determinati dal CdA di Atlantia nella seguente misura:

- (i) per quanto attiene alle azioni ordinarie di Gemina, numero 1 azione ordinaria di Atlantia, avente valore nominale di Euro 1,00 e data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni 9 azioni ordinarie di Gemina;
- (ii) per quanto attiene alle azioni di risparmio di Gemina, numero 1 azione ordinaria di Atlantia, avente valore nominale di Euro 1,00 e data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni 9 azioni di risparmio di Gemina.

Non sono previsti conguagli in denaro.

La determinazione dei Rapporti di Cambio indicati è stata effettuata dal CdA di Atlantia anche tenendo conto della prefigurata distribuzione, nel mese di maggio 2013, prima della data di efficacia della Fusione, del saldo dividendo per azione Atlantia pari a Euro 0,391 per azione, in aggiunta all'acconto già distribuito, che, pertanto, non verrà corrisposto agli azionisti di Gemina che diverranno azionisti di Atlantia per effetto della Fusione.

Come specificamente previsto dal paragrafo 5 del Progetto di Fusione, le azioni ordinarie Atlantia che verranno emesse ed assegnate in concambio agli azionisti Gemina avranno data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione ed attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti ai titolari delle azioni ordinarie



Atlantia in circolazione al momento dell'assegnazione. Il CdA di Atlantia riferisce che non delibererà nell'esercizio 2013 acconti su dividendi prima che divenga efficace la Fusione.

Inoltre gli Amministratori di Atlantia affermano che la misura dell'aumento di capitale a servizio del concambio rappresenta il massimo teorico alla stregua della struttura dell'azionariato alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte dei CdA di Atlantia e Gemina, nell'ipotesi di integrale esercizio delle opzioni attribuite ai sensi del vigente piano di *stock option* di Gemina.

#### **4.4 Metodi di valutazione adottati dal CdA di Gemina**

##### **4.4.1 Premessa**

Il CdA di Gemina ha tenuto conto, ai fini dell'individuazione dei valori da attribuire ad Atlantia e Gemina, dei rispettivi piani industriali formulati in coerenza con la durata delle concessioni pertinenti ai *business* gestiti, nonché:

- (i) dell'analisi svolta da Bain, incaricata di assistere Gemina nella valutazione del piano di investimenti di ASPI anche con riferimento all'attesa evoluzione del traffico negli anni di piano e dei ricavi da sub-concessionari presso le aree di servizio, sia da operatori *oil* che *non oil*, in funzione del traffico e del *business* specifico;
- (ii) dell'analisi svolta da BCG, incaricata da ADR di effettuare un'analisi del Piano Economico Finanziario ADR 2013-2044 e degli impatti di scenari alternativi relativi all'evoluzione del vettore nazionale.

Inoltre il CdA di Gemina si è avvalso della documentazione predisposta dai propri consulenti finanziari e, segnatamente, delle presentazioni e documenti redatti da Barclays Bank ed UniCredit che hanno fornito altresì proprie *fairness opinion* sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio in merito alle azioni ordinarie Gemina.

Il CdA di Gemina ha ricevuto autonoma *opinion* sulla ragionevolezza dei Rapporti di Cambio, dal punto di vista finanziario, da BNP Paribas.

Tali *opinion* sono allegate al documento informativo redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate.

##### **4.4.2 Scelta dei metodi di valutazione**

Alla luce dell'operatività delle Società e della prassi valutativa relativa ad operazioni simili in Italia ed all'estero, il CdA di Gemina ha utilizzato le seguenti metodologie valutative: (a) il metodo della Somma delle Parti; (b) il metodo delle quotazioni di Borsa e (c) il metodo dei prezzi obiettivo espressi dalle ricerche degli analisti finanziari.

Il CdA di Gemina ritiene che tali metodi e principi debbano peraltro essere considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia dovrà essere letta alla luce della complementarità che si crea con gli altri criteri all'interno di un processo valutativo unitario.

Tenuto conto delle caratteristiche di Gemina e Atlantia, quali *holding* di gruppo, il CdA di Gemina, con il supporto dei propri *Advisor*, ha ritenuto opportuno procedere alla valutazione separata di ognuna delle due capogruppo e delle singole società da queste partecipate (metodo della Somma delle Parti), procedendo alla stima del valore economico del capitale delle società o unità di *business* controllate e alla loro successiva aggregazione con il metodo patrimoniale. Tale approccio è stato preferito ad una valutazione su base consolidata la quale, considerando il gruppo come azienda unitaria (metodo del consolidamento), non avrebbe consentito di apprezzare adeguatamente, in presenza di società/business eterogenei, le differenze esistenti tra le diverse aree di attività.

Tenuto altresì conto della natura di società quotate di Gemina e Atlantia, il CdA di Gemina, con il supporto dei propri *Advisor*, ha preso in considerazione, ai fini della valutazione, anche la metodologia delle quotazioni di Borsa e dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti finanziari.

L'analisi valutativa non ha preso in considerazione le metodologie dei multipli di mercato e di transazioni precedenti, le quali consistono nell'applicare all'azienda oggetto di valutazione una serie di rapporti, cioè di moltiplicatori, implicitamente espressi dal valore di mercato di società quotate comparabili o da operazioni di acquisizione che hanno avuto a oggetto aziende di dimensioni e caratteristiche confrontabili. Nel caso di specie la comparabilità con società quotate e/o oggetto di transazioni *Merger & Acquisition* risulta limitata ed inficiata da differenze concernenti, tra l'altro: (i) i contesti regolatori e normativi diversi (ad esempio schemi di regolamentazione *single till* o *dual till*), (ii) la durata media delle concessioni (durate residue fortemente differenziate, ad esempio i principali aeroporti britannici operano in regime di concessione perpetua), (iii) il grado di diversificazione delle attività svolte, (iv) il profilo di rischio relativo alla concentrazione dei ricavi (ad esempio differente peso e profilo di rischio del principale vettore operante sullo scalo), (v) le aspettative di crescita in relazione al mercato, ai vettori di riferimento, al livello di saturazione delle infrastrutture e al ciclo di investimenti previsto, (vi) i piani di investimento non comparabili, per dimensione, tipologia di intervento e profilo di rischio implementativo, (vii) le discontinuità di *business*, che impattano sulla comparabilità delle metriche finanziarie attese con quelle registrate storicamente, (viii) il ciclo economico e dei mercati finanziari in cui le transazioni si sono realizzate.

Il CdA di Gemina riferisce, inoltre, di avere tenuto conto che le Autorità preposte alla regolamentazione del settore aeroportuale ed autostradale hanno individuato, nel caso specifico delle Convenzioni ADR e ASPI, come metodologia di valutazione fondamentale per la determinazione del valore di indennizzo, anche nel caso di revoca per pubblico interesse, quella basata sullo sconto dei flussi di cassa attesi (c.d. metodo "*Unlevered Discounted Cash Flow*"), in quanto idonea ad esprimere tutte le specificità del rapporto concessorio sottostante (piano degli investimenti, sviluppo del traffico, regime tariffario, redditività attesa, imposizione fiscale, rischi specifici, eventuale valore terminale, ecc.), destinato a esaurirsi alla scadenza della concessione.



#### 4.4.3 Descrizione dei metodi di valutazione

##### Metodo SOTP

La metodologia SOTP prevede che la società venga valutata sommando le singole valutazioni attribuibili a ciascuna società del gruppo od aree di *business* intese come entità economiche suscettibili di autonoma valutazione, al netto del valore attuale dei costi attribuibili al sistema di *holding*.

La valutazione viene effettuata applicando ad ogni società o unità di *business* preliminarmente individuata il metodo di valutazione ritenuto adeguato.

Tenuto conto delle caratteristiche delle principali aree di *business* il CdA di Gemina ha pertanto ritenuto opportuno applicare le seguenti metodologie.

##### Gruppo Gemina

<b>Area di business / Società</b>	<b>Metodologia</b>
Attività regolate	Metodo basato sulla RAB ( <i>Regulatory Asset Base</i> )
Attività non regolate	Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa <i>unlevered</i> ( <i>Unlevered Discounted Cash Flow</i> - "UDCF")
Partecipazioni di minoranza (Aeroporto di Genova S.p.A., SACAL - Società Aeroportuale Calabrese, etc.)	Metodo patrimoniale
Fiumicino Energia S.p.A.	Metodo patrimoniale
Pentar S.p.A.	Metodo Patrimoniale
<i> Holding</i>	Metodo UDCF



Gruppo Atlantia

<b>Area di business / Società</b>	<b>Metodologia</b>
Attività autostradali italiane	Metodo UDCF
Attività autostradali brasiliane e cilene	Metodo UDCF, metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa <i>levered</i> ( <i>Levered Discounted Cash Flow - "LDCF"</i> ), metodo patrimoniale
Attività autostradali polacche	Metodo UDCF
Attività di pedaggio elettronico	Metodo UDCF
Altre attività ed Holding	Metodo UDCF, metodo patrimoniale, metodo dei multipli in via residuale

Si riporta di seguito una breve descrizione delle diverse metodologie adottate nel contesto del metodo SOTP.

*Metodo basato sulla RAB*

Per valutare le attività regolate di società aeroportuali è necessario considerare l'importante evoluzione del quadro regolatorio che tali attività hanno subito negli ultimi anni. Al riguardo si è affermato il cosiddetto metodo basato sulla RAB (*Regulatory Asset Base*), che rappresenta il valore degli *asset* aziendali riconosciuti dall'Autorità di Regolamentazione ("Autorità" o "ENAC"). Si tratta di un metodo inquadrabile tra i criteri c.d. "misti", considerando sia elementi patrimoniali che flussi economico-finanziari, e consistente nell'assumere il valore riconosciuto della RAB, rettificato da un fattore di correzione, come valore indicativo per l'*Enterprise Value* delle attività regolate. Tale fattore di correzione riflette: (a) la capacità della società di generare un livello di redditività maggiore o minore della remunerazione riconosciuta dall'Autorità sul capitale investito e (b) indicatori di efficienza nel controllo dei costi.

La RAB è il valore del capitale investito netto che costituisce la base di calcolo per la determinazione dell'equa remunerazione del gestore aeroportuale per le attività soggette a regolamentazione, al fine della determinazione dei ricavi di riferimento.

*Metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa unlevered (Unlevered Discounted Cash Flow – "UDCF")*

In base a questa metodologia, il valore del capitale economico è calcolato sommando (a) il valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa che le società o le *business unit* delle società saranno presumibilmente in grado di generare in un arco di tempo definito, pari al termine delle rispettive concessioni per le società operanti sulla base di una concessione, con (b) il valore attuale delle attività operative della società o dell'area di business della società al termine del periodo di proiezione esplicita (il valore terminale), (c) il presunto valore di eventuali attività o passività accessorie (*surplus assets / liabilities*) non compresi nei flussi di cassa operativi, e detraendo (d) l'indebitamento finanziario netto e gli interessi di terzi, come espresso dalla seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT}{(1+WACC)^n} + SA - IFN_{t_0} - M$$

dove:

W	= Valore del capitale economico della società;
FC <sub>t</sub>	= Flusso di cassa operativo netto annuale atteso nel periodo t;
VT	= Valore Terminale;
SA	= <i>Surplus Assets / Liabilities</i> ;
IFN	= Indebitamento Finanziario Netto al momento t=0;
M	= Interessi di terzi ( <i>minorities</i> );
n	= Numero di periodi di proiezione;
WACC	= Costo medio ponderato del capitale ( <i>Weighted Average Cost of Capital</i> ).

I flussi di cassa operativi netti sono relativi all'attività caratteristica delle società o delle *business unit* oggetto di valutazione. Tali flussi sono stimabili come segue:

+	Reddito operativo;
-	effetto fiscale figurativo sul reddito operativo;
=	Reddito operativo al netto della fiscalità figurativa (NOPLAT);
+	ammortamenti;
±	variazione capitale circolante netto;
±	variazione altre passività/attività;

- ± disinvestimenti/investimenti in immobilizzazioni;
- = Flusso di cassa operativo netto.

Ai fini della stima del valore terminale, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore terminale VT può essere determinato come:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto al termine del periodo di proiezione esplicita;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo EV / EBITDA;
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio.

Le caratteristiche peculiari della società oggetto di valutazione possono, peraltro, rendere opportuna l'adozione di approcci alternativi, che consentano di stimare l'impatto di eventi specifici, di azienda e/o di mercato, identificabili con ragionevole certezza, attesi oltre il periodo di previsione esplicita. Nel caso di specie, ai fini del calcolo del valore residuo, si è fatto riferimento al valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita.

Il tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti attesi e del valore terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento mediante la seguente formula:

$$WACC = [D/(D + E)] \times K_d \times (1 - t) + [E/(E + D)] \times K_e$$

dove:

- D = indebitamento finanziario netto;
- E = valore corrente del patrimonio netto;
- K<sub>d</sub> = costo dell'indebitamento;
- K<sub>e</sub> = costo del capitale proprio.

In particolare il costo del capitale di debito rappresenta il tasso di finanziamento a lungo termine applicabile a società od attività economiche di simile rischiosità rettificato della componente fiscale. Il costo del capitale proprio riflette il rendimento atteso dall'investitore e viene stimato nella prassi prevalente sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) come da seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$



dove:

$r_f$  = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;

$\beta$  = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

$r_m$  = rendimento complessivo del mercato di riferimento;

$(r_m - r_f)$  = premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio (*Equity Risk Premium*).

#### Metodo Patrimoniale

In base al metodo patrimoniale il valore di un'azienda è pari al suo patrimonio netto contabile alla data di riferimento della valutazione, eventualmente rettificato per tenere in considerazione le eventuali differenze tra il valore corrente ed il valore contabile delle attività e delle passività iscritte in bilancio.

#### Metodo delle quotazioni di Borsa

Il Metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate.

Secondo tale metodo, i corsi dei titoli azionari di società quotate rappresentano la stima più affidabile del valore di una società, in quanto incorporano tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. I corsi dei titoli azionari sono infatti il risultato di un sistematico processo di arbitraggio degli operatori di mercato che riflette la loro opinione riguardo ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

#### Metodo dei prezzi obiettivo espressi dalle ricerche degli analisti finanziari

L'applicazione di questo metodo si traduce nell'analisi e nel confronto del rapporto tra i prezzi obiettivo (*target price*) definiti per Atlantia e Gemina da parte di intermediari che hanno pubblicato ricerche sulle società. Esso si basa sul presupposto che tali prezzi obiettivo, periodicamente raccomandati dagli analisti con riferimento ai titoli delle principali società quotate, esprimano un'indicazione quantitativa del valore economico della società e quindi del potenziale apprezzamento sul mercato del titolo nel medio termine.

#### **4.4.4 La valutazione in presenza di diverse categorie di azioni**

L'esistenza di diverse categorie di azioni pone il problema di suddividere il valore del capitale economico della società oggetto di valutazione tra le diverse categorie di azioni in circolazione. La dottrina e la prassi professionale prevalenti suggeriscono, quando le diverse categorie di azioni siano quotate in borsa, di determinare direttamente i rapporti così come identificati dal mercato nel

corso di periodi di tempo giudicati significativi, assumendo la convenzione che il rapporto di valore tra le varie categorie di titoli corrisponda al rapporto tra le loro quotazioni.

#### **4.5 Difficoltà di valutazione incontrate dal CdA di Gemina**

Le valutazioni alle quali il CdA di Gemina è pervenuto per la determinazione dei Rapporti di Cambio devono essere considerate alla luce di talune difficoltà che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- l'applicazione di alcune metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico – finanziari previsionali elaborati dal Gruppo Gemina e dal Gruppo Atlantia. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza ed indeterminazione, soprattutto nel contesto attuale di mercato caratterizzato da incertezza sulle condizioni macro-economiche italiane ed europee;
- difficile prevedibilità dell'evoluzione del traffico delle Società e dell'implementazione in termini di tempi e costi dei piani di investimento delle stesse;
- l'utilizzo del metodo dei prezzi di mercato presenta difficoltà e limitazioni applicative dovute alla sottostante assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante limitato di Gemina. Inoltre, l'andamento delle quotazioni di mercato può essere caratterizzato da fenomeni di volatilità, specie nel breve termine;
- con riferimento alle azioni di risparmio Gemina, il CdA di Gemina segnala che queste rappresentano lo 0,26% del capitale sociale e sono caratterizzate da una bassa capitalizzazione e liquidità in termini di volumi e controvalori scambiati. Il CdA di Gemina evidenzia, inoltre, che, a seguito dell'annuncio al mercato del 9 gennaio 2013, i prezzi delle azioni di risparmio hanno registrato una forte volatilità sia in termini di prezzo che di volumi rispetto agli andamenti storici, tale da ridurre la significatività;
- la data di riferimento delle analisi svolte tramite l'applicazione del metodo della Somma delle Parti è il 31 dicembre 2012.
- Il CdA di Gemina segnala che, per quanto a sua conoscenza, alla data della Relazione ex articolo 2501 *quinquies* di Gemina non si sono verificati eventi idonei ad alterare in modo significativo i risultati delle valutazioni.

#### **4.6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal CdA di Gemina**

##### **4.6.1 Premessa**

Il CdA di Gemina ha determinato i Rapporti di Cambio assumendo:

- l'esistenza di un numero di azioni di Atlantia e Gemina calcolato (a) tenendo conto del numero totale di azioni rispettivamente emesse dalle Società, (b) al netto delle azioni proprie detenute da ciascuna di esse, (c) aumentato del numero di azioni derivante dall'esercizio, rispettivamente, dei piani di *stock option* e *stock grant* adottati da Atlantia e del piano di *stock*



- *option* adottato da Gemina;
- la distribuzione da parte di Atlantia, prima della data di efficacia civilistica della Fusione, di un saldo dividendo a favore dei propri azionisti pari a Euro 0,391 e della mancata distribuzione di acconti dividendo, da parte delle Società, entro la data di perfezionamento della Fusione;
- l'annullamento senza concambio di tutte le azioni proprie detenute da Gemina al perfezionamento della Fusione;
- un rapporto tra il valore delle azioni ordinarie ed il valore delle azioni di risparmio Gemina di 1:1, anche in considerazione della limitata liquidità delle azioni di risparmio Gemina e del basso peso relativo che tali azioni hanno sul totale del capitale sociale di Gemina (pari allo 0,26% del capitale stesso). Tale rapporto si mostra sostanzialmente in linea con l'andamento del rapporto tra i prezzi delle due categorie di azioni nei dodici mesi precedenti l'annuncio al mercato del 9 gennaio 2013 e con quanto rilevabile in casi di precedenti conversioni obbligatorie di azioni di risparmio avvenute nel mercato italiano.

#### 4.6.2 Metodologia della Somma delle Parti

Nell'applicazione della metodologia SOTP al fine di determinare il valore fondamentale di Gemina e Atlantia, il CdA di Gemina, con il supporto degli *Advisor* di Gemina, ha utilizzato l'approccio di seguito indicato.

##### Gruppo Gemina

- Al fine di determinare il valore dell'*Enterprise Value* dell'attività regolate di ADR è stato utilizzato il metodo basato sulla RAB, tenendo in considerazione il valore della RAB riconosciuto da ENAC all'inizio del primo periodo regolatorio 2012-2016, pari a circa Euro 1,8 miliardi, ed il valore attuale della remunerazione incrementale riconosciuta su alcuni nuovi investimenti, aventi una particolare valenza strategica per lo sviluppo della capacità aeroportuale e della tutela ambientale. Con l'applicazione di tale metodologia si assume che il valore delle attività regolate sia pari al valore attuale netto, calcolato utilizzando il WACC riconosciuto dall'Autorità (WACC *pre-tax* reale pari al 11,9% nel primo periodo regolatorio ed assunto in riduzione nel periodo di piano coerentemente con il miglioramento della struttura finanziaria di ADR) delle seguenti grandezze: (i) tutti i flussi di cassa operativi delle attività regolate nel periodo di piano 2013 – 2044 derivanti dall'evoluzione dei ricavi, dei costi e degli investimenti calcolati coerentemente con le previsioni della Convenzione ADR e (ii) il presunto valore contabile netto risultante dalla contabilità regolatoria (ovvero valore corrente rivalutato) degli *asset* iscritti ai servizi soggetti a regolazione tariffaria, che verranno consegnati al termine della concessione ad ENAC o all'eventuale nuovo subentrante. In conclusione, l'applicazione di tale metodologia tiene in considerazione tutti i termini previsti dalla Convenzione ADR, tra cui, a titolo esemplificativo, protezione dal rischio traffico (i.e. rimodulazione dei parametri tariffari in caso di variazioni significative del traffico), remunerazione degli investimenti, *profit sharing* di eventuali recuperi di produttività eccedenti gli obiettivi fissati ex-ante, rispetto dei parametri qualitativi definiti.
- Al fine di determinare il valore dell'*Enterprise Value* delle attività non regolate di ADR si è



fatto riferimento ai flussi di cassa operativi risultanti dal Piano Economico Finanziario 2013-2044 approvato dai Consigli di Amministrazione di ADR e di Gemina in data 1° febbraio 2013. Ai fini del calcolo del valore residuo delle attività non regolate si è fatto riferimento come previsto dalla Convenzione: (a) al presunto valore contabile netto risultante dalla contabilità regolatoria attualizzato degli *asset* riconosciuti “serventi” adibiti a uso commerciale, che verranno consegnati al termine della concessione a ENAC o all’eventuale nuovo subentrante, (b) al presunto valore del capitale circolante netto e dei fondi rischi e oneri residui.

- Il costo medio del capitale (WACC) è stato calcolato facendo riferimento a un campione di società comparabili attive nel settore aeroportuale.
- Relativamente alle altre società partecipate da Gemina la valorizzazione è stata effettuata con il metodo patrimoniale, attribuendo alle stesse un valore pari al valore di iscrizione della partecipazione in bilancio.

#### Gruppo Atlantia

- Il Gruppo Atlantia effettua il consolidamento integrale di alcune *sub-holding* e di società titolari di concessioni autostradali italiane ed estere, di cui la capogruppo Atlantia non detiene il 100% del capitale economico. Coerentemente con la metodologia SOTP, gli Amministratori hanno provveduto ad attribuire ad Atlantia il valore del capitale economico delle *sub-holding* e delle società titolari di concessioni al netto delle interessenze detenute da terzi.
- In conformità ai principi contabili IAS/IFRS, nel bilancio consolidato di Atlantia alcune poste di conto economico e stato patrimoniale, prevalentemente legate ai cosiddetti “minimi garantiti” di alcune concessioni in Cile e in Francia, sono contabilizzate secondo il modello finanziario previsto dall’IFRIC 12. In sede di comunicazione finanziaria, la società presenta anche dati *adjusted*, al fine di assicurare la comparabilità con i dati economico-patrimoniali relativi alle altre concessioni. Secondo un principio di omogenea rappresentazione dei risultati e di prudenza, la valutazione è stata basata sui dati *adjusted*.
- Al fine di determinare il valore dell’*Enterprise Value* delle concessioni autostradali di Atlantia si è fatto riferimento ai flussi di cassa operativi risultanti dai piani economico-finanziari delle società controllate e/o partecipate fino alla relativa scadenza della concessione. In particolare il CdA di Gemina ha fatto riferimento al piano economico-finanziario 2013-2038 per ASPI ed ai piani per le restanti società controllate così come stati resi disponibili alla Società e ai suoi *Advisor*.
- Per ogni società autostradale italiana sono stati scontati i flussi di cassa *unlevered* al costo medio ponderato del capitale. I flussi utilizzati coprono un orizzonte temporale dal 2013 fino alla scadenza della concessione.
- Il costo medio del capitale (WACC) utilizzato per le concessionarie autostradali italiane è stato calcolato facendo riferimento ad un campione di società comparabili attive nel settore autostradale in Europa.
- Per le attività brasiliane e cilene sono state adottate le metodologie di sconto dei flussi di cassa *unlevered* o *levered*, secondo quanto applicabile, attesi dal 2013 alla scadenza delle singole concessioni, le metodologie patrimoniali e dei multipli di mercato.
- Il costo medio del capitale (WACC) utilizzato per le concessionarie brasiliane e cilene è stato calcolato facendo riferimento a un campione di società comparabili attive nel settore

- autostradale in America Latina.
- Ai fini del calcolo del valore residuo delle concessioni autostradali si è fatto esplicito riferimento alle convenzioni sottoscritte dalle società concessionarie con il rispettivo ente concedente e alle previsioni del management di Atlantia. Ad eccezione della controllata Autostrade Meridionali S.p.A., tali concessioni non prevedono valori di subentro. Per alcune concessioni che giungono a scadenza non si può escludere una loro eventuale proroga. Secondo un principio di prudenza, tali possibili estensioni non sono state peraltro prese in considerazione ai fini valutativi.
- Relativamente alle controllate e/o partecipate del gruppo Atlantia attive nei servizi di pedaggio elettronico, *engineering & construction, maintenance* e negli altri *business* residuali o *non core*, ed alle attività di holding, sono state utilizzate metodologie differenziate, fra cui il metodo patrimoniale, il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa *unlevered* e, in via residuale, il metodo dei multipli.

Nello svolgimento dell'esercizio valutativo, il CdA di Gemina, con il supporto degli *Advisor* di Gemina, ha effettuato le seguenti analisi di sensitività, in considerazione degli scenari macro e microeconomici di riferimento: (i) per Gemina è stato analizzato l'impatto di scenari alternativi relativi all'evoluzione del vettore nazionale; (ii) per Atlantia è stato analizzato l'impatto di scenari conservativi alternativi relativi a evoluzione del traffico, investimenti e *royalties*.

Sulla base di tale metodologia il CdA di Gemina è pervenuto ad una valutazione di Gemina ed Atlantia nei *range* determinati sulla base delle sopracitate analisi di sensitività, indicati nella seguente tabella.

	Valore per azione (Euro)		Rapporto di Cambio <i>post</i> dividendo
	Gemina	Atlantia	
Valori per azione	1,37 – 1,70	12,5 – 15,7	7,1x – 11,2x

#### 4.6.3 Metodologia delle quotazioni di Borsa

Con riferimento alle azioni ordinarie di Gemina, l'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa è stata basata sui prezzi di chiusura successivi all'approvazione della Convenzione ADR (dal 27 dicembre 2012 al 7 marzo 2013) che tengono conto degli effetti su tali quotazioni del nuovo regime regolatorio e tariffario di ADR.

Con riferimento ad Atlantia, l'applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa si è basata sui prezzi di chiusura osservati negli ultimi 3 mesi (dal 7 dicembre 2012 al 7 marzo 2013).

	Valore per azione (Euro)		Rapporto di Cambio <i>post</i> dividendo
	Gemina	Atlantia	
Valori per azione	1,06 – 1,39	12,4 - 14,1	8,6x – 12,9x



#### 4.6.4 Metodo dei prezzi obiettivo espressi dalle ricerche degli analisti finanziari

Tenuto conto che (i) il corredo informativo sul nuovo regime regolatorio e tariffario di ADR è stato messo a disposizione del mercato nel mese di gennaio 2013, che (ii) in data 4 gennaio 2013 sul sito di Gemina è stata pubblicata la presentazione “*ADR’s New Concession Agreement ERA to Come into Effect and 2012 Traffic Performance*” e che (iii) in data 8 gennaio 2013 l’ENAC ha pubblicato sul proprio sito il testo integrale della Convenzione ADR unitamente ai relativi allegati, il CdA di Gemina ha preso in considerazione (nell’applicazione della metodologia dei prezzi obiettivo) solo i *report* pubblicati da inizio gennaio 2013 che, quindi, stimano l’impatto derivante dall’applicazione del nuovo regime regolatorio e tariffario.

Con riferimento ad Atlantia, per omogeneità sotto il profilo temporale, sono stati presi in considerazione i *report* pubblicati dagli analisti a partire da gennaio 2013.

Le risultanze di tali analisi sono riportate di seguito.

	Valore per azione (Euro)		Rapporto di Cambio <i>post</i> dividendo
	Gemina	Atlantia	
Valori per azione	1,30 – 1,55	12,0 – 17,0	7,5x – 12,8x

#### 4.6.5 I Rapporti di Cambio

In data 8 marzo 2013, il CdA di Gemina, considerando i valori per azione come sopra determinati, i conseguenti *range* di concambio ed il risultato delle trattative con Atlantia, dopo aver esaminato e fatte proprie le valutazioni e le *opinion* dei propri *Advisor* e preso atto del motivato parere favorevole del Comitato degli Amministratori Indipendenti all’uopo istituito ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate, ha approvato i seguenti Rapporti di Cambio tra azioni ordinarie Atlantia ed azioni ordinarie e di risparmio Gemina, che risultano compresi in tutti gli intervalli di valutazione sopra individuati e che, in particolare, sono in linea con il valore intermedio risultante dall’intervallo di valutazione effettuata con il metodo SOTP:

- per quanto attiene alle azioni ordinarie di Gemina, numero 1 azione ordinaria di Atlantia da nominali Euro 1,00 ciascuna, avente data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni 9 azioni ordinarie di Gemina;
- per quanto attiene alle azioni di risparmio di Gemina, numero 1 azione ordinaria di Atlantia da nominali Euro 1,00 ciascuna, avente data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie Atlantia in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni 9 azioni di risparmio di Gemina.

Non sono previsti conguagli in denaro.



## **5 Lavoro svolto**

### **5.1 Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata", in precedenza menzionata al punto 3) del paragrafo 3**

Abbiamo svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di consegna delle Relazioni degli Amministratori nella versione finale.

Come indicato in precedenza, il progetto di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2012, assunto quale situazione patrimoniale di riferimento ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, ed il bilancio consolidato in pari data, approvati dal CdA di Atlantia in data 8 marzo 2013, sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione Deloitte & Touche SpA che in data 29 marzo 2013 ha emesso le proprie relazioni di revisione con giudizio senza rilievi. I bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2011 di Atlantia sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione KPMG SpA che in data 2 aprile 2012 ha emesso le proprie relazioni di revisione con giudizio senza rilievi.

Parimenti, il progetto di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2012, assunto quale situazione patrimoniale di riferimento ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, ed il bilancio consolidato in pari data, approvati dal CdA di Gemina in data 8 marzo 2013, sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione Deloitte & Touche SpA che in data 25 marzo 2013 ha emesso le proprie relazioni di revisione con giudizio senza rilievi. I bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2011 di Gemina sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione Deloitte & Touche SpA che in data 22 marzo 2012 ha emesso le proprie relazioni di revisione con giudizio senza rilievi.

In relazione alle Situazioni Patrimoniali nonché ai bilanci consolidati al 31 dicembre 2012 di Atlantia e di Gemina (i "Bilanci Consolidati") sono state da noi effettuate talune procedure che sono consistite principalmente in incontri e discussioni con le Direzioni di Atlantia e Gemina e con la società di revisione Deloitte & Touche SpA, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in esse esposti e degli indici di bilancio da essi ricavabili, ed analisi degli scostamenti di tali ammontari ed indici.

Le sopra menzionate procedure sulle Situazioni Patrimoniali e sui Bilanci Consolidati sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 2.

Abbiamo raccolto, attraverso discussioni con le Direzioni di Atlantia e Gemina, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Secondo quanto confermatoci dalle Direzioni, alla data della presente relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica dei Rapporti di Cambio.

Abbiamo discusso con le Direzioni delle Società i criteri utilizzati per la redazione dei piani economico finanziari di Atlantia e Gemina, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi a ogni tipo di stato previsionale.

Abbiamo altresì discusso:

- con la Direzione e con gli *Advisor* di Atlantia gli scenari di sensitività prodotti sul piano economico finanziario di Atlantia e sul piano economico finanziario di Gemina con il supporto di Roland Berger;
- con la Direzione e con gli *Advisor* di Gemina gli scenari di sensitività prodotti sul piano economico finanziario di Gemina con il supporto di BCG e sul piano economico finanziario di Atlantia con il supporto di Bain.

Relativamente alle informazioni finanziarie prospettive di Atlantia e Gemina abbiamo rilevato che queste sono state preparate tenendo conto degli orizzonti temporali e dei termini delle rispettive convenzioni e, nella loro versione *down side*, tenendo conto principalmente di scenari alternativi di traffico.

## **5.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione dei Rapporti di Cambio**

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- discusso con le Direzioni delle Società e con gli *Advisor* degli approcci valutativi, delle metodologie adottate ed in generale del lavoro complessivamente svolto e delle risultanze dello stesso;
- verificato la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione dei Rapporti di Cambio;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati;
- verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata", descritta nel precedente paragrafo 3;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporti di Cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori anche sulla base dell'indicazione degli *Advisor*.

## **6 Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione dei Rapporti di Cambio**

Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi ad Atlantia ed a Gemina, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della



determinazione dei Rapporti di Cambio, stima pertanto non utilizzabile per finalità diverse. Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Per tale finalità, peraltro, gli Amministratori hanno dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione. Va peraltro rammentato che tale principio non implica necessariamente l'applicazione dei medesimi parametri di valutazione per le società oggetto di fusione. Tale circostanza ha indotto gli Amministratori ad utilizzare, in alcuni casi, parametri di valutazione differenti in relazione alle due Società, tali da consentire di apprezzarne adeguatamente le rispettive specificità.

Si ritiene opportuno ribadire che la finalità del procedimento valutativo degli Amministratori è quella di determinare i rapporti di cambio basati sui valori relativi delle singole società oggetto della Fusione, attraverso l'applicazione di metodi omogenei. Tali valori non possono pertanto essere utilizzati per finalità diverse.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale i Rapporti di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee degli Azionisti, individuandoli all'interno di *range*. La determinazione finale degli Amministratori si è posizionata, anche tenuto conto delle dinamiche negoziali intervenute tra le parti, al livello di numero 1 azione ordinaria Atlantia per ogni 9 azioni ordinarie o di risparmio di Gemina.

I Consigli di Amministrazione si sono avvalsi, per la determinazione dei Rapporti di Cambio, di propri *Advisor*, che hanno emesso i rispettivi documenti riepilogati nel par. 3.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Atlantia e Gemina per illustrare l'operazione di Fusione descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, ed il processo logico seguito ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Al riguardo esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Atlantia e Gemina per la determinazione dei Rapporti di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Atlantia e di Gemina è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.



- Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di cambio, confermati anche dalle *fairness opinion* rilasciate dagli *Advisor*. Nel caso di specie, gli Amministratori di Atlantia hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle società oggetto di valutazione, un metodo principale (DCF e SOTP) e due metodi di controllo (metodo dei prezzi di borsa e metodo dei prezzi obiettivo degli analisti finanziari). Gli Amministratori di Gemina hanno ritenuto di utilizzare un *panel* di metodi (SOTP, metodo dei prezzi di borsa e dei prezzi obiettivo degli analisti finanziari) attribuendo ad essi pari dignità, circostanza che non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa nell'ambito delle suddette metodologie. Entrambi gli approcci appaiono ragionevoli e sono ugualmente riscontrabili nella prassi valutativa.
- Le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui gli Amministratori hanno fatto ricorso risultano ad oggi quelle più diffusamente applicate, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- Le valutazioni di Atlantia e Gemina sono state effettuate dagli Amministratori in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle società. Tali sinergie, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle società ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni.
- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo da parte degli Amministratori di Gemina, per la valutazione di entrambe le Società, della metodologia della SOTP, frequentemente applicata nella stima di società *holding* ed operanti in diversi settori di *business* quali Atlantia e Gemina. La Relazione degli Amministratori di Gemina evidenzia le metodologie dagli stessi utilizzate per addivenire alla determinazione del valore delle singole attività ed aree di *business* (DCF, RAB e metodo patrimoniale) ed i principali parametri utilizzati, nonché i risultati delle relative analisi. La scelta degli Amministratori al riguardo appare dunque appropriata e conforme ai principi espressi dalla migliore dottrina aziendalistica.
- Gli Amministratori di Atlantia hanno utilizzato, quali metodi principali:
  - (a) la metodologia del DCF per la valutazione di Gemina: in particolare è stato utilizzato il metodo DCF per la valutazione del capitale economico di ADR per poi addivenire alla stima del valore del capitale economico di Gemina tenendo conto degli interessi di terzi, del debito netto, degli altri *asset* posseduti da Gemina nonché dei cd. *holding*

*cost* e degli effetti finanziari legati all'esercizio accelerato dei piani di *stock option* in essere in Gemina;

- (b) la metodologia della SOTP per la valutazione del capitale economico di Atlantia, il cui valore è stato determinato quale sommatoria dei valori del capitale economico di ciascuna concessione e delle altre attività del gruppo derivanti dall'applicazione della metodologia DCF, rettificati per tenere conto del debito netto delle singole entità e degli interessi di terzi.

Al riguardo, gli Amministratori di Atlantia hanno sottolineato che il principio dell'omogeneità dei criteri di valutazione per le società coinvolte nella Fusione non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi valutativi identici per tutte le aziende direttamente o indirettamente interessate dalla fusione, in particolare se operanti in settori diversi, quanto piuttosto l'adozione di criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio. La scelta degli Amministratori di Atlantia risulta nelle circostanze ragionevole e non arbitraria, anche alla luce delle motivazioni al riguardo fornite e tenuto altresì conto del fatto che la valutazione delle singole entità di Atlantia è stata condotta principalmente sulla base della medesima metodologia DCF utilizzata per la valorizzazione di Gemina.

- Il metodo DCF nella sua versione *unlevered* risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione viene descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori con il supporto degli *Advisor* e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate e ragionevoli.
- Nelle rispettive applicazioni delle metodologie SOTP e DCF i Consigli di Amministrazione delle Società hanno inoltre svolto analisi di sensitività basate su scenari alternativi, con particolare riferimento per Gemina all'evoluzione del vettore nazionale e per Atlantia all'evoluzione di traffico, investimenti e *royalties*. Al riguardo, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia, quanto ai risultati dell'applicazione delle metodologie principali dal medesimo prescelte, ha ritenuto che le valutazioni basate su dette analisi di sensitività ad oggi meglio rispecchino gli scenari macro e microeconomici riflessi nei corsi azionari e nelle valutazioni degli analisti di ricerca. In particolare, i Rapporti di Cambio determinati dagli Amministratori di Atlantia e Gemina si collocano nell'ambito dei *range* dai medesimi individuati e descritti nel precedente paragrafo 4.
- Il riferimento alla metodologia di Borsa individuato dagli Amministratori di Gemina, quale metodo principale, e di Atlantia, quale mero metodo di controllo, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti le quotazioni di Borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la



valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Nell'applicazione nel caso di specie del metodo di borsa sono stati utilizzati dagli Amministratori delle due società valori rilevati su intervalli temporali di diversa ampiezza.

- In particolare, gli Amministratori di Gemina hanno fatto riferimento ad archi temporali diversi anteriori rispetto alla data del 7 marzo 2013, giorno antecedente alla data di approvazione dei Progetti di Fusione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Società. Infatti il Consiglio di Amministrazione di Gemina ha utilizzato i prezzi di borsa rilevati nel trimestre prima della suddetta data (7 dicembre 2012 – 7 marzo 2013) per Atlantia, mentre per Gemina ha limitato l'osservazione al periodo compreso tra la data di approvazione della Convenzione ADR, vale a dire il 27 dicembre 2012 ed il 7 marzo 2013. Anche gli Amministratori di Atlantia hanno fatto riferimento ad una media dei corsi di Borsa dei titoli di Atlantia e Gemina, individuata dagli stessi in un mese antecedente al 7 marzo 2013. La scelta effettuata dagli Amministratori di Gemina e di Atlantia di utilizzare valori medi successivi alla data del 27 dicembre 2012, basata sulla considerazione che i corsi azionari di Gemina successivi a tale data tengano conto degli effetti sulle quotazioni del nuovo regime regolatorio e tariffario di ADR, appare nelle circostanze, tenuto conto del flusso informativo reso al mercato, ragionevole e non arbitraria. Gli Amministratori di Atlantia hanno fatto altresì riferimento ai valori puntuali delle quotazioni dei titoli Atlantia e Gemina alla data del 7 marzo 2013. Tali valori puntuali ancorché risultino metodologicamente meno rappresentativi rispetto a valori medi risultano comunque avere una valenza informativa per gli azionisti in ordine alle quotazioni dei titoli in questione aggiornate in prossimità dell'approvazione del Progetto di Fusione.
- La metodologia dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti finanziari appartiene ai criteri di mercato e permette di apprezzare il valore e l'appetibilità di una società sulla base di tutte le informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, sulla società e sul suo settore di riferimento. Il metodo in esame è stato individuato dagli Amministratori di Gemina quale metodo principale e da quelli di Atlantia quale mero metodo di controllo. Nel caso specifico, la scelta degli Amministratori di utilizzare, con riferimento a Gemina, solo i report degli analisti pubblicati a partire dall'inizio di gennaio 2013, e dunque successivi alla sottoscrizione della Convenzione ADR, appare ragionevole e non arbitraria in quanto tiene conto dell'informativa al mercato in ordine al nuovo regime regolatorio e tariffario.
- Gli Amministratori di Gemina riferiscono espressamente di non avere preso in considerazione, nell'ambito del loro processo valutativo, le ulteriori metodologie dei multipli di mercato e di transazioni precedenti, le quali consistono nell'applicare all'azienda oggetto di valutazione una serie di moltiplicatori implicitamente espressi dal valore di mercato di società quotate comparabili o da operazioni di acquisizione che hanno avuto a oggetto aziende di dimensioni e caratteristiche confrontabili. Gli Amministratori di Gemina hanno altresì motivato tale scelta,



affermando che la comparabilità con società quotate e/o oggetto di transazioni risulta limitata ed inficiata, nel caso di specie, da differenze concernenti, tra l'altro: (i) i contesti regolatori e normativi diversi (ad esempio schemi di regolamentazione *single till* o *dual till*), (ii) la durata media delle concessioni (durate residue fortemente differenziate, ad esempio i principali aeroporti britannici operano in regime di concessione perpetua), (iii) il grado di diversificazione delle attività svolte, (iv) il profilo di rischio relativo alla concentrazione dei ricavi (ad esempio differente peso e profilo di rischio del principale vettore operante sullo scalo), (v) le aspettative di crescita in relazione al mercato, ai vettori di riferimento, al livello di saturazione delle infrastrutture ed al ciclo di investimenti previsto, (vi) i piani di investimento non comparabili, per dimensione, tipologia di intervento e profilo di rischio implementativo, (vii) le discontinuità di *business*, che impattano sulla comparabilità delle metriche finanziarie attese con quelle registrate storicamente, (viii) il ciclo economico e dei mercati finanziari in cui le transazioni si sono realizzate. Gli Amministratori di Atlantia non hanno preso in considerazione le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili in quanto la comparabilità insita nelle società oggetto di transazione è risultata inficiata da differenze concernenti principalmente i contesti regolatori, la durata e le caratteristiche delle concessioni. La scelta degli Amministratori appare nelle specifiche circostanze motivata e non arbitraria.

- Gli Amministratori, ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio, hanno tenuto conto della presenza di differenti categorie di azioni, e precisamente azioni ordinarie e azioni di risparmio, rappresentanti il capitale sociale di Gemina. L'approccio seguito dagli Amministratori, come illustrato nel precedente paragrafo 4, appare pertanto nelle circostanze adeguato, oltre che coerente con la prassi ampiamente riscontrata sul mercato.

## **7 Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

- i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
  - Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani industriali delle società coinvolte. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi ed i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti

nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle quotazioni di borsa e dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- La crisi finanziaria internazionale in atto ha manifestato e continua a manifestare impatti significativi sullo scenario macroeconomico e sul sistema finanziario in particolare. Considerate le caratteristiche delle metodologie valutative sviluppate dai Consigli di Amministrazione ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio non si può escludere che il perdurare della crisi e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile possano avere un impatto, anche significativo, sui valori economici determinati ai fini dell'operazione.

ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- Il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee straordinarie rispettivamente di Atlantia e Gemina e dell'Assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Gemina, al verificarsi, entro la data di stipula dell'atto di Fusione, e, comunque, entro il 31 dicembre 2013, delle seguenti condizioni:
  - (a) rilascio dell'approvazione, autorizzazione o esenzione da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato senza imposizione di alcuna condizione o riserva, che abbia una rilevante incidenza sull'assetto di interessi sottostante all'operazione;
  - (b) mancata formulazione di eccezioni da parte dell'ENAC a seguito della presentazione dell'informativa prevista dall'articolo 3, comma 8, della Convenzione ADR;
  - (c) efficacia della Convenzione ADR a seguito dell'approvazione da parte della Corte dei Conti del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 21 dicembre 2012;
  - (d) mancato intervento, entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di atti o provvedimenti da parte di autorità giudiziarie o amministrative che incidano, in tutto o anche in parte, purché, in tale ultimo caso, in misura rilevante e comunque tale da alterare il profilo di rischio o le valutazioni poste a base della determinazione del Rapporto di Cambio, sulla validità e/o sull'efficacia:



- (1) della Convenzione ADR e/o dei suoi contenuti, (2) del decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 21 dicembre 2012, (3) del contratto di programma da ultimo stipulato tra ENAC e ADR, o (4) della deliberazione n. 38 del 19 ottobre 2012 del Consiglio di Amministrazione di ENAC;
- (e) il rilascio del consenso alla Fusione, ai sensi dei contratti di finanziamento in essere, da parte delle banche finanziatrici di Atlantia, di Gemina e di ADR;
- (f) presa d'atto ed accettazione da parte dei creditori finanziari di ADR, secondo le maggioranze previste dalla documentazione finanziaria, che la Convenzione ADR si qualifica come "Material Contract" ai sensi della documentazione finanziaria medesima.
- Gli Amministratori danno atto nella loro Relazione che, alla data del presente documento, risultano già verificate:
    - ✓ la condizione indicata sopra *sub (b)*, atteso che, in data 27 marzo 2013, l'ENAC ha comunicato, ai sensi dell'art. 3, comma 8, della Convenzione ADR, di non rilevare eccezioni in merito alla Fusione, in quanto risulta assicurata la persistenza dei requisiti nonché l'osservanza degli obblighi di cui all'art. 3, comma 6, della predetta Convenzione ADR;
    - ✓ la condizione indicata sopra *sub (c)*, atteso che, in data 8 marzo 2013 (come comunicato dall'ENAC ad ADR in data 18 marzo 2013), è intervenuta la registrazione da parte della Corte dei Conti del DPCM di approvazione, la quale ha reso pienamente efficace la Convenzione ADR;
    - ✓ la condizione indicata sopra *sub (f)*, a seguito della comunicazione datata 18 marzo 2013 da parte del *Security Agent* Mediobanca di presa d'atto ed accettazione da parte dei creditori finanziari di ADR che la Convenzione ADR si qualifica come "*Material Contract*" ai sensi della documentazione finanziaria medesima.
  - Secondo quanto riferito dagli Amministratori di Gemina e di Atlantia, tra dette società non intercorrono ipotesi di correlazione rilevanti ai fini di quanto prescritto dal Regolamento Consob approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010 (il "**Regolamento Parti Correlate**"). Nonostante quanto sopra, in considerazione della circostanza che Sintonia SpA riveste comunque posizione di azionista di rilievo sia in Atlantia sia in Gemina, gli Amministratori riferiscono che le Società hanno inteso comunque applicare alla Fusione le regole previste dalle rispettive Procedure in tema di operazioni con parti correlate "di maggiore rilevanza". In data 15 marzo 2013 sono stati pubblicati da Atlantia e da Gemina i relativi documenti informativi ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, comprensivi dei pareri dei rispettivi comitati degli amministratori indipendenti e dei consulenti da questi nominati, riepilogati al precedente par. 3.



- Il CdA di Atlantia rileva che le valutazioni non tengono conto di eventuali accadimenti successivi alla data di riferimento delle analisi e che comunque, alla data del 29 marzo 2013, non sono intervenuti accadimenti successivi di rilievo rispetto alla data di riferimento delle predette analisi.

- Il CdA di Gemina segnala che, la data di riferimento delle analisi svolte tramite l'applicazione del metodo della Somma delle Parti è il 31 dicembre 2012.

Il CdA di Gemina segnala che, per quanto a sua conoscenza, alla data della Relazione ex articolo 2501 *quinquies* di Gemina non si sono verificati eventi idonei ad alterare in modo significativo i risultati delle valutazioni.

- Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione di Gemina si precisa che la Fusione sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea speciale dei possessori di azioni di risparmio di Gemina in quanto, in sede di Fusione, ai possessori di azioni di risparmio di Gemina saranno offerte in concambio azioni ordinarie Atlantia e, in conseguenza di tale assegnazione, i possessori di azioni di risparmio di Gemina si vedrebbero privati dei privilegi patrimoniali attualmente inerenti alle azioni di risparmio di Gemina. Ai sensi dell'art. 146, comma 1, lett. b), TUF, l'Assemblea speciale delibera *“sull'approvazione delle deliberazioni dell'assemblea della società che pregiudicano i diritti della categoria, con il voto favorevole di tante azioni che rappresentino almeno il venti per cento delle azioni della categoria”*.

iii) Si segnala inoltre che i Rapporti di Cambio sono stati determinati dagli Amministratori di Atlantia e di Gemina sulla base delle seguenti assunzioni, che pertanto costituiscono presupposto anche del presente parere:

- l'esistenza di un numero di azioni Gemina basato sul numero totale di azioni ordinarie e risparmio emesse (valutando quindi le azioni di risparmio alla pari con le azioni di risparmio) al netto delle azioni proprie detenute dalla società ed aumentato dal numero di azioni derivante dall'esercizio accelerato dei piani di *stock option* in essere (considerando che parte delle azioni proprie verranno utilizzate a servizio dei piani di *stock option* in essere);
- l'esistenza di un numero di azioni ordinarie di Atlantia basato sul numero totale di azioni ordinarie emesse, al netto delle azioni proprie detenute dalla società ed aumentato del numero di azioni derivante dall'esercizio dei piani di *stock option* e *stock grant* in essere;
- la distribuzione da parte di Atlantia, prima della data di efficacia civilistica della Fusione, di un dividendo a favore dei propri azionisti pari a Euro 0,391 e della


- mancata distribuzione di acconti dividendo entro la data di perfezionamento della Fusione;
- l'annullamento senza concambio di tutte le azioni proprie detenute da Gemina al perfezionamento della Fusione;
- un rapporto tra il valore delle azioni ordinarie Gemina ed il valore delle azioni di risparmio Gemina pari a 1:1.

## **8 Conclusioni**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nel precedente paragrafo 7 e in particolare dei presupposti di cui al punto *iii*), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dei rispettivi *Advisor*, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio **pari a (i) numero 1 azione ordinaria di Atlantia per ogni 9 azioni ordinarie di Gemina e (ii) numero 1 azione ordinaria di Atlantia per ogni 9 azioni di risparmio di Gemina.**

Roma, 29 marzo 2013

PricewaterhouseCoopers SpA



Massimo Grifantini  
(Revisore legale)






Alla cortese attenzione del Dott Giancarlo Guenzi

Spettabile  
Atlantia SpA  
Via Alberto Bergamini, 50  
00159 Roma

Roma, 4 aprile 2013

In allegato alla presente Vi inviamo due copie della nostra relazione sulla congruità del rapporto di cambio in merito al progetto di fusione per incorporazione tra Atlantia (società incorporante) e Gemina (società incorporanda) ai sensi dell'articolo 2501 *sexies* del codice civile. Vi informiamo che alle pagine n° 9 e 38 della relazione sono stati eliminati due refusi presenti nella versione già consegnataVi in duplice copia, che Vi preghiamo di restituire in originale brevi manu al nostro incaricato.

Con i nostri migliori saluti

  
Massimo Grifantini  
(Partner)

Allegati

---

**PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001