

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 156 DEL D.LGS. 24.2.1998, N. 58 (ora art. 14 del D.Lgs. 27.1.2010, n. 39)

Agli Azionisti della
YORKVILLE bhn SpA

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio, costituito dalla situazione patrimoniale-finanziaria, dal conto economico complessivo, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario e dalle relative note esplicative, della YORKVILLE bhn SpA chiuso al 31 dicembre 2009. La responsabilità della redazione del bilancio in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea, nonché ai provvedimenti emanati in attuazione dell'art. 9 del D.Lgs. n. 38/2005, compete agli amministratori della YORKVILLE bhn SpA. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se i risultati, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

La revisione contabile sul bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2009 è stata svolta in conformità alla normativa vigente nel corso di tale esercizio.

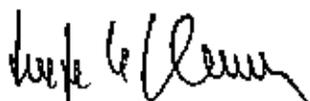
Per il giudizio relativo al bilancio dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 10 aprile 2009.

3. A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della YORKVILLE bhn SpA al 31 dicembre 2009 è conforme agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea, nonché ai provvedimenti emanati in attuazione dell'art. 9 del D.Lgs. n. 38/2005; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria, il risultato economico ed i flussi di cassa della YORKVILLE bhn SpA per l'esercizio chiuso a tale data.

4. La responsabilità della redazione della relazione sulla gestione e della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari in conformità a quanto previsto dalle norme di legge e dai regolamenti compete agli amministratori della YORKVILLE bhn SpA. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione e delle informazioni di cui al comma 1, lettere c), d), f), l), m) e al comma 2, lettera b) dell'art. 123-bis del D.Lgs. 58/98, presentate nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, con il bilancio, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione sulla gestione e le informazioni di cui al comma 1, lettere c), d), f), l), m) e al comma 2, lettera b) dell'art. 123-bis del D.Lgs. 58/98 presentate nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari sono coerenti con il bilancio d'esercizio della YORKVILLE bhn SpA al 31 dicembre 2009.

Milano, 20 aprile 2010

PricewaterhouseCoopers SpA



Luigi Migliavacca
(Revisore contabile)

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 156 DEL D.LGS. 24.2.1998, N. 58 (ora art. 14 del D.Lgs. 27.1.2010, N. 39)

Agli Azionisti della
YORKVILLE bhn SpA

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio consolidato, costituito dalla situazione patrimoniale-finanziaria, dal conto economico complessivo, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario e dalle relative note esplicative, della YORKVILLE bhn SpA e sue controllate ("Gruppo YORKVILLE") chiuso al 31 dicembre 2009. La responsabilità della redazione del bilancio in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea, nonché ai provvedimenti emanati in attuazione dell'art. 9 del D.Lgs. n. 38/2005, compete agli amministratori della YORKVILLE bhn SpA. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla Consob. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio consolidato sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

La revisione contabile sul bilancio consolidato al 31 dicembre 2009 è stata svolta in conformità alla normativa vigente nel corso di tale esercizio.

Per il giudizio relativo al bilancio consolidato dell'esercizio precedente, i cui dati sono presentati ai fini comparativi, si fa riferimento alla relazione da noi emessa in data 10 aprile 2009.

3. A nostro giudizio, il bilancio consolidato del Gruppo YORKVILLE al 31 dicembre 2009 è conforme agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea, nonché ai provvedimenti emanati in attuazione dell'art. 9 del D.Lgs. n. 38/2005; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria, il risultato economico ed i flussi di cassa del Gruppo YORKVILLE per l'esercizio chiuso a tale data.

4. La responsabilità della redazione della relazione sulla gestione e della relazione sul governo societario e gli assetti proprietari in conformità a quanto previsto dalle norme di legge e dai regolamenti compete agli amministratori della YORKVILLE bhn SpA. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione e delle informazioni di cui al comma 1, lettere c), d), f), l), m) e al comma 2, lettera b) dell'art. 123-bis del D.Lgs. 58/98, presentate nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, con il bilancio, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla Consob. A nostro giudizio la relazione sulla gestione e le informazioni di cui al comma 1, lettere c), d), f), l), m) e al comma 2, lettera b) dell'art. 123-bis del D.Lgs. 58/98 presentate nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari sono coerenti con il bilancio consolidato della YORKVILLE bhn SpA al 31 dicembre 2009.

Milano, 20 aprile 2010

PricewaterhouseCoopers SpA



Luigi Migliavacca
(Revisore contabile)

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SULLA REVISIONE CONTABILE
LIMITATA DEL BILANCIO CONSOLIDATO SEMESTRALE ABBREVIATO**

Agli Azionisti di
Yorkville bhn SpA

- 1 Abbiamo effettuato la revisione contabile limitata del bilancio consolidato semestrale abbreviato, costituito dalla situazione patrimoniale-finanziaria, dal conto economico complessivo, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario e dalle relative note illustrative di Yorkville bhn SpA (la "Società") e controllate ("Gruppo Yorkville") al 30 giugno 2010. La responsabilità della redazione del bilancio consolidato semestrale abbreviato in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea, compete agli amministratori di Yorkville bhn SpA. E' nostra la responsabilità della redazione della presente relazione in base alla revisione contabile limitata svolta.
- 2 Il nostro lavoro è stato svolto secondo i criteri per la revisione contabile limitata raccomandati dalla Consob con Delibera n° 10867 del 31 Luglio 1997. La revisione contabile limitata è consistita principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste del bilancio consolidato semestrale abbreviato e sull'omogeneità dei criteri di valutazione tramite colloqui con la direzione della società, e nello svolgimento di analisi di bilancio sui dati contenuti nel predetto bilancio consolidato. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività e ha comportato un'estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa svolta secondo gli statuiti principi di revisione. Di conseguenza, diversamente da quanto effettuato sul bilancio consolidato di fine esercizio, non esprimiamo un giudizio professionale di revisione sul bilancio consolidato semestrale abbreviato.

Per quanto riguarda i dati relativi al bilancio consolidato dell'esercizio precedente e al bilancio consolidato semestrale abbreviato dell'anno precedente, presentati ai fini comparativi, si fa riferimento alle nostre relazioni emesse rispettivamente in data 20 aprile 2010 e in data 28 agosto 2009.

- 3 Sulla base di quanto svolto, non sono pervenuti alla nostra attenzione elementi che ci facciano ritenere che il bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Yorkville al 30 giugno 2010 non sia stato redatto, in tutti gli aspetti significativi, in conformità al principio contabile internazionale applicabile per l'informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) adottato dall'Unione Europea.
- 4 A titolo di richiamo di informativa segnaliamo che il bilancio semestrale consolidato abbreviato evidenzia un patrimonio netto negativo di Euro 4.090 migliaia e un risultato negativo del periodo di Euro 3.345 migliaia. Inoltre le passività correnti eccedono significativamente le attività correnti. Tali circostanze, unitamente agli aspetti evidenziali dagli amministratori nelle note al bilancio consolidato semestrale abbreviato, indicano l'esistenza di un'incertezza rilevante che può fare sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo Yorkville di continuare a operare sulla base del presupposto della continuità aziendale.
- In particolare gli amministratori hanno segnalato nelle note illustrative che il contratto di Standby Equity Distribution ("SEDA"), che prevede l'impegno da parte del fondo YA Global Investments LP a sottoscrivere su richiesta della Società uno o più aumenti di capitale per un ammontare massimo sino a Euro 3 miliardi, ad oggi deliberati per Euro 100 milioni sino al 18 dicembre 2013, prevede, come condizione necessaria affinché la Società si possa avvalere di tale forma di finanziamento, che le azioni di nuova emissione siano ammesse a quotazione. Allo stato attuale, la Società non è in grado di emettere azioni quotate in quanto non ha ancora completato il processo di aggiornamento del Supplemento alla Nota Informativa sugli Strumenti Finanziari ed alla Nota di Sintesi al Prospetto pubblicato in data 14 dicembre 2009 e ad oggi, tra l'altro non è in grado di stimare i tempi che saranno necessari per l'avvio e la chiusura delle fasi istruttorie presso l'Autorità competente come previsto dai regolamenti in vigore; ne consegue che il SEDA è oggi utilizzabile solo derogando dal requisito della quotazione delle azioni di nuova emissione da consegnarsi al Fondo con l'indispensabile e preventivo consenso del medesimo. Tale circostanza potrebbe limitare l'accesso al supporto finanziario da parte di YA Global Investments LP in mancanza della disponibilità dello stesso a sostenere finanziariamente la Società su base discrezionale e non in virtù di un obbligo contrattuale. A tale riguardo gli amministratori hanno considerato, come descritto nelle note illustrative, che YA Global Investments LP anche in periodi precedenti in cui la Società si è trovata nell'impossibilità di emettere azioni quotate non disponendo di un Prospetto Informativo pienamente efficace, e anche recentemente, ha comunque sostenuto i fabbisogni finanziari della Società attraverso la concessione di

finanziamenti o la sottoscrizione di nuove azioni momentaneamente non quotate. Gli amministratori segnalano inoltre che i rappresentanti di YA Global Investments LP hanno ribadito anche in sede di Consiglio di Amministrazione della Società la volontà del Fondo di supportare finanziariamente la Società.

Come descritto nelle note illustrative, gli amministratori hanno quindi ritenuto che sussistano le condizioni per continuare ad adottare il presupposto della continuità aziendale in considerazione delle azioni intraprese unitamente al mantenimento del necessario supporto finanziario manifestato da parte del socio YA Global Investments LP.

Milano, 29 agosto 2010

PricewaterhouseCoopers SpA



Sergio Pizzarelli
(Revisore contabile)

YORKVILLE BHN SpA

MILANO

**RELAZIONE SULL'ESAME DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE
CONSOLIDATA PRO-FORMA AL 30 GIUGNO 2010 E DEI CONTI
ECONOMICI CONSOLIDATI COMPLESSIVI PRO-FORMA PER IL
SEMESTRE CHIUSO AL 30 GIUGNO 2010 E PER L'ESERCIZIO
CHIUSO AL 31 DICEMBRE 2009 DEL GRUPPO
YORKVILLE BHN SpA**

RELAZIONE SULL'ESAME DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE CONSOLIDATA PRO-FORMA AL 30 GIUGNO 2010 E DEI CONTI ECONOMICI CONSOLIDATI COMPLESSIVI PRO-FORMA PER IL SEMESTRE CHIUSO AL 30 GIUGNO 2010 E PER L'ESERCIZIO CHIUSO AL 31 DICEMBRE 2009 DI YORKVILLE BHN SpA

Al Consiglio di Amministrazione della
Yorkville bhn SpA

- 1 Abbiamo esaminato i prospetti relativi alla situazione patrimoniale consolidata pro-forma al 30 giugno 2010 e ai conti economici consolidati complessivi pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 corredati delle note esplicative ("Prospetti Pro-forma") della Yorkville bhn SpA (la "Società") e delle sue controllate ("Gruppo Yorkville bhn").

Dati storici

Tali Prospetti Pro-forma derivano dai dati storici relativi:

- a) al bilancio consolidato semestrale abbreviato per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e al bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo Yorkville bhn;
- b) alla relazione semestrale per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e al rendiconto di gestione per l'esercizio 2009 del Fondo Comune di Investimento Immobiliare Chiuso Investielico ("Investielico");
- c) ai bilanci aggregati consolidati per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 della Yorkville Advisors Limited Liability Company ("YA") e Yorkville Advisors GP Limited Liability Company ("YAGP");

e dalle scritture di rettifica pro-forma ad essi applicate e da noi esaminate.

Attività di revisione contabile con riferimento ai dati storici

Con riferimento al Gruppo Yorkville bhn:

- a) il bilancio consolidato semestrale abbreviato per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 è stato da noi assoggettato a revisione contabile limitata secondo i criteri per la revisione contabile limitata raccomandati dalla Consob con delibera 10867 del 31 luglio 1997, a seguito della quale è stata emessa la nostra relazione in data 29 agosto 2010;
- b) il bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 è stato da noi assoggettato a revisione contabile ai sensi dell'articolo 156 del Dlgs 24 febbraio 1998, n°58 (ora articolo 14 del Dlgs 27 gennaio 2010, n° 39), a seguito della quale è stata emessa la nostra relazione in data 20 aprile 2010.

Con riferimento a Investielico:

- a) la relazione semestrale per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 non è stata assoggettata ad alcuna attività di revisione contabile;
- b) il rendiconto di gestione per l'esercizio 2009 è stato assoggettato a revisione contabile ai sensi dell'articolo 156 e 9 del Dlgs 24 febbraio 1998, n° 58 da parte di Reconta Ernst & Young SpA a seguito della quale è stata emessa la relativa relazione in data 19 marzo 2010.

La relazione semestrale per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 di Investielico è stata da noi esaminata nella misura necessaria per poter emettere la nostra relazione sui Prospetti Pro-forma.

Con riferimento alla YA e alla YAGP:

i bilanci aggregati consolidati per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 sono stati assoggettati a revisione contabile limitata secondo i criteri per la revisione contabile limitata previsti dall' *International Standard on Review Engagements 2400 – "Engagements to Review Financial Statements"* - da parte di McGladrey & Pullen LLP (società di revisione registrata presso il PCAOB – *Public Company Accounting Oversight Board*), a seguito della quale sono state emesse le relative relazioni in data 24 settembre 2010.

Con riferimento alla revisione contabile limitata, effettuata sui dati finanziari della Società, della YA e YAGP, si evidenzia che la stessa consta principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste del bilancio, nell'analisi dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati tramite colloqui con la direzione della società, e nello svolgimento di analisi di bilancio. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività ed ha comportato un'estensione di lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa. Di conseguenza, con riferimento ai dati storici assoggettati a revisione contabile limitata

indicati nel presente paragrafo 1 non è stato espresso alcun giudizio professionale di revisione.

Breve descrizione dell'operazione oggetto dei Prospetti Pro-forma

I Prospetti Pro-forma sono stati redatti sulla base delle ipotesi descritte nelle note esplicative, per riflettere retroattivamente i principali effetti delle seguenti operazioni:

Operazione OPS:

Tale operazione consiste in un aumento di capitale della Società, con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria ai sensi degli articoli 102 e ss. del TUF (l'"OPS"), avente ad oggetto la totalità delle quote in circolazione di Investietico, fondo istituito e gestito da AEDES BPM Real Estate SGRpA, quotate sul segmento Fondi Chiusi del Mercato Telematico degli Investment Vehicles organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA ("Quote Investietico"). Il corrispettivo previsto per l'offerta è costituito da azioni ordinarie della Società di nuova emissione da liberare mediante conferimento delle Quote di Investietico.

Operazione YA/YAGP:

Tale operazione consiste in un aumento di capitale della Società con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, a servizio del conferimento di quanto segue:

- fino alla totalità delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors Limited Liability Company ("YA"), ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware ("Quote YA") e
- fino alla totalità di una particolare categoria di quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in YAGP, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware ("Quote con Diritti Patrimoniali YAGP").

Sono escluse dall'acquisizione in oggetto, le quote di YAGP aventi diritti di voto.

YA è la società di gestione di alcuni fondi, tra i quali YA Global Investments LP (di seguito definito congiuntamente agli altri "Fondo") che a sua volta controlla il fondo YA Global Dutch BV titolare, alla data di predisposizione dei Prospetti Pro-forma, del 26,288% del capitale sociale della Società. Il Fondo, attraverso la controllata indiretta YA Global Dutch BV detiene il controllo di fatto della Società.

YAGP è il general partner del Fondo che, in base alle clausole contenute negli accordi di gestione e che disciplinano i rapporti tra YAGP e i quotisti del Fondo, detiene il controllo di quest'ultimo.

L'Operazione YA/YAGP è un'operazione con parti correlate ai sensi dello IAS 24 e ai fini dell'articolo 71 bis del Regolamento di attuazione del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla CONSOB con Delibera n° 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni.

L'Operazione OPS e l'Operazione YA/YAGP, entrambe deliberate dal consiglio di amministrazione della Società in data 8 settembre 2010, sono di seguito congiuntamente definite l'"Operazione".

- 2 I Prospetti Pro-forma sono stati predisposti i) in conformità a quanto previsto dagli articoli 70 e 71 bis del Regolamento di attuazione del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58, concernente la disciplina degli emittenti, adottato dalla CONSOB con Delibera n° 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni, ii) nonché per le finalità previste dal Supplemento alla Nota Informativa sugli Strumenti Finanziari (Prospetto Informativo, pubblicato dalla Società in data 14 dicembre 2009), in corso di predisposizione.

L'obiettivo della redazione dei Prospetti Pro-forma è quello di rappresentare, secondo criteri di valutazione coerenti con i dati storici e conformi alla normativa di riferimento, gli effetti sull'andamento economico e sulla situazione patrimoniale del Gruppo Yorkville bhn dell'Operazione come se essa fosse virtualmente avvenuta il 30 giugno 2010 con riferimento agli effetti patrimoniali e il 1° gennaio 2009 e il 1° gennaio 2010 con riferimento agli effetti economici.

Tuttavia va rilevato che qualora quanto sopra rappresentato fosse realmente avvenuto alla data ipotizzata non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati qui rappresentati.

La responsabilità della redazione dei Prospetti Pro-forma compete agli amministratori della Yorkville bhn SpA. E' nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla ragionevolezza delle ipotesi adottate dagli Amministratori per la redazione dei Prospetti Pro-forma e sulla correttezza della metodologia da essi utilizzata per l'elaborazione dei medesimi prospetti. Inoltre è nostra la responsabilità della formulazione di un giudizio professionale sulla correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili utilizzati.

- 3 Il nostro esame è stato svolto secondo i criteri raccomandati dalla Consob nella comunicazione 1061609 del 9 agosto 2001 per la verifica dei dati pro-forma ed effettuando i controlli che abbiamo ritenuto necessari per le finalità dell'incarico conferitoci.
- 4 Nell'ambito del nostro esame dei Prospetti Pro-forma, evidenziamo che non ci è stato consentito di esaminare le carte di lavoro relative alla revisione contabile effettuata sul bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2009 del Fondo, così come definito nel precedente paragrafo 1 della presente relazione, né conseguentemente condividerne il contenuto e gli aspetti rilevanti con la società di revisione incaricata. Il nostro esame delle informazioni contenute nelle carte di lavoro di cui sopra risulta rilevante per poter svolgere le attività di verifica sui valori contabili inclusi nei bilanci del Fondo che costituiscono la base di riferimento utilizzata per la determinazione dei flussi economici e dei valori patrimoniali delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, che sono stati rappresentati nei Prospetti Pro-forma.

Peraltro, le finalità e le modalità di redazione della perizia di valutazione di YA e YAGP predisposta da Deloitte Financial Advisory Service SpA, datata 6 settembre 2010, redatta ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile, non ci permettono di sopperire alla mancata disponibilità delle sopracitate carte di lavoro.

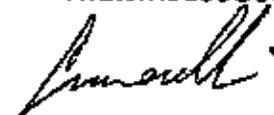
Alla data della presente relazione, pertanto, non abbiamo potuto avere accesso a tutta la documentazione richiesta e ritenuta necessaria nelle circostanze per poter verificare la correttezza dei criteri di valutazione e dei principi contabili adottati per la preparazione di una parte significativa dei dati utilizzati nell'ambito della predisposizione dei Prospetti Pro-forma.

- 5 Dal lavoro svolto nulla è emerso che ci induca a ritenere che le ipotesi di base adottate dalla Yorkville bhn SpA per la redazione dei Prospetti Pro-forma non siano ragionevoli e che la metodologia utilizzata per l'elaborazione dei predetti prospetti non sia stata applicata correttamente per le finalità informative descritte in precedenza. Tuttavia, a causa della rilevanza delle limitazioni descritte nel precedente paragrafo 4, non siamo in grado di esprimere un giudizio se nella redazione dei medesimi prospetti siano stati utilizzati criteri di valutazione e principi contabili corretti.

- 6 Segnaliamo che la presente relazione è stata emessa in data odierna, anticipatamente rispetto ai termini di legge, ai fini di consentire alla Società, come dalla stessa richiestoci, di esperire le formalità necessarie alla pubblicazione del Supplemento alla Nota Informativa sugli Strumenti Finanziari (Prospetto Informativo, pubblicato dalla Società in data 14 dicembre 2009), in corso di predisposizione, in considerazione della tempistica dell'OPS Investietico.

Milano, 28 settembre 2010

PricewaterhouseCoopers SpA



Sergio Pizzarelli
(Revisore contabile)

SITUAZIONE PATRIMONIALE CONSOLIDATA PRO-FORMA AL 30 GIUGNO 2010 E CONTI ECONOMICI CONSOLIDATI COMPLESSIVI PRO-FORMA PER IL SEMESTRE CHIUSO AL 30 GIUGNO 2010 E PER L'ESERCIZIO CHIUSO AL 31 DICEMBRE 2009 DI YORKVILLE BHN SpA

I. Premessa

Questo documento contiene la situazione patrimoniale consolidata pro-forma al 30 giugno 2010 e i conti economici consolidati complessivi pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 di Yorkville Bhn S.p.A. e delle sue controllate (il "**Gruppo**" o il "**Gruppo Yorkville bhn**"), corredati dalle relative note esplicative (congiuntamente anche i "**Prospetti Pro-forma**").

I Prospetti Pro-forma sono stati redatti ai fini della loro inclusione nei seguenti documenti:

- supplemento, da redigersi ai sensi dell'articolo 113 del Regolamento Emittenti n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche e integrazioni (il "**Regolamento Emittenti**"), al prospetto informativo redatto ai sensi del Regolamento CE 809/2004, e pubblicato in data 14 dicembre 2009, nell'ambito del progetto di ammissione a quotazione sul Mercato MTA, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., di azioni ordinarie di Yorkville bhn S.p.A. ("**Yorkville bhn**" o la "**Società**"), da emettersi ai fini di un aumento di capitale sociale riservato ad un investitore istituzionale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del codice civile;
- documento informativo da redigersi ai sensi dell'articolo 70 del Regolamento Emittenti con riferimento all'aumento di capitale della Società, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del codice civile, a servizio dell'offerta pubblica di scambio avente ad oggetto le quote del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Investietico ("**Operazione OPS**") e
- documento informativo da redigersi ai sensi dell'articolo 70 e 71 bis del Regolamento Emittenti con riferimento all'aumento di capitale della Società, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del codice civile, a servizio del conferimento di quote di partecipazione in Yorkville Advisor Limited Liability Company e di una particolare categoria di quote di partecipazione in Yorkville Advisors GP Limited Liability Company ("**Operazione YA/YAGP**").

I Prospetti Pro-forma sono stati predisposti in relazione all'Operazione OPS e all'Operazione YA/YAGP (congiuntamente l'"**Operazione**") come meglio descritte nella sezione III "Breve descrizione dell'Operazione", deliberate dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente in data 8 settembre 2010 e che saranno oggetto di delibera da parte dell'assemblea straordinaria, convocata il 23, 24 e 25 ottobre 2010, rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione.

I Prospetti Consolidati Pro-forma sono stati predisposti al fine di simulare i principali effetti dell'Operazione sulla situazione patrimoniale ed economica del Gruppo, come se la stessa fosse virtualmente avvenuta il 30

giugno 2010 con riferimento agli effetti patrimoniali e, per quanto si riferisce ai soli effetti economici, il 1° gennaio 2010 e il 1° gennaio 2009.

Occorre tuttavia segnalare che qualora l'Operazione fosse realmente avvenuta alle date ipotizzate, non necessariamente si sarebbero ottenuti gli stessi risultati qui rappresentati.

In ultimo, si segnala che i Prospetti Pro-forma, di seguito riportati, non intendono in alcun modo rappresentare una previsione dei futuri risultati del Gruppo e non devono, pertanto, essere utilizzati in tal senso.

II. Ipotesi di base, principi contabili e assunzioni sottostanti la redazione dei Prospetti Pro-forma

I Prospetti Pro-forma sono stati predisposti secondo criteri di valutazione coerenti con quelli applicati dalla Società nella redazione del bilancio consolidato semestrale abbreviato incluso nella relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2010 e del bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo Yorkville e conformemente alla normativa di riferimento.

I principi contabili adottati per la predisposizione dei Prospetti Pro-forma, laddove non specificatamente segnalato, sono gli stessi utilizzati per la redazione della relazione finanziaria semestrale consolidata e del bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo. Tali principi contabili sono illustrati nelle note esplicative alla suddetta relazione e bilancio, cui si rimanda per ulteriori dettagli.

Conformemente alla metodologia di costruzione dei dati pro-forma, disciplinata dalla Comunicazione CONSOB n. DEM/1052803 del 5 luglio 2001, i Prospetti Pro-forma sono stati redatti rettificando i dati storici, così come elencati nella sezione V "Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma".

Si segnala, tuttavia, che le informazioni contenute nei Prospetti Pro-forma rappresentano, come precedentemente indicato, una simulazione dei possibili effetti che sarebbero potuti derivare dall'Operazione, fornita a soli fini illustrativi. In particolare, poiché i dati pro-forma sono costruiti per riflettere retroattivamente gli effetti di operazioni successive, eseguite o proposte, nonostante il rispetto delle regole comunemente accettate e l'utilizzo di assunzioni ragionevoli, vi sono dei limiti connessi alla natura stessa dei dati pro-forma. Inoltre, in considerazione delle diverse finalità dei dati pro-forma rispetto a quelle dei bilanci storici e delle diverse modalità di calcolo degli effetti con riferimento alla situazione patrimoniale consolidata pro-forma e ai conti economici consolidati pro-forma, questi ultimi devono essere letti ed interpretati separatamente, senza ricercare collegamenti contabili con lo stato patrimoniale pro-forma.

Si precisa che tutte le informazioni riportate nel presente documento sono espresse in migliaia di Euro, salvo ove diversamente indicato.

III. Breve descrizione dell'Operazione

Operazione OPS

L'Operazione in oggetto consiste in un aumento di capitale della Società a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria ai sensi degli artt. 102 e ss. del TUF (l'"**OPS**"), avente ad oggetto la totalità delle quote in circolazione del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Investietico istituito e gestito da AEDES BPM Real Estate S.G.R.p.A., quotate sul segmento Fondi Chiusi del Mercato Telematico degli Investment Vehicles organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A ("**Investietico**").

L'efficacia dell'offerta è espressamente subordinata, tra l'altro, alla soglia minima di adesione dei titolari di 6.150 quote, pari al 10% delle quote in circolazione. La Società si riserva, tuttavia, la facoltà di rinunciare a detta condizione entro il terzo giorno di calendario successivo alla chiusura del periodo di adesione.

Il corrispettivo previsto per l'offerta è costituito da azioni ordinarie Yorkville Bhn di nuova emissione, rivenienti da un apposito aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, da liberare mediante conferimento delle quote di Investietico, che l'Assemblea Straordinaria dei soci della Società convocata per il 23, 24 e 25 ottobre 2010 – rispettivamente in prima, in seconda e in terza convocazione – è chiamata a deliberare.

Preliminarmente all'esecuzione dell'aumento di capitale a servizio dell'OPS, la Società intende peraltro procedere al raggruppamento delle proprie azioni in circolazione nel rapporto di n. 1 nuova azione ordinaria per ogni n. 100 vecchie azioni ordinarie. Assumendo, dunque, l'avvenuto perfezionamento della sopra citata operazione di raggruppamento delle azioni attualmente in circolazione – operazione sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria dei soci contestualmente all'aumento di capitale a servizio dell'OPS – la Società riconoscerà a ciascun aderente all'OPS n. 300 azioni per ogni quota portata in adesione all'offerta.

Operazione YA/YAGP

L'operazione in oggetto consiste in un aumento di capitale della Società con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del codice civile, a servizio del conferimento di quanto segue:

- fino alla totalità delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors Limited Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d'America) ("**Quote YA**"); e
- fino alla totalità di una particolare categoria di quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali (denominate quote di Classe L) in Yorkville Advisors GP Limited Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d'America) ("**Quote con Diritti Patrimoniali YAGP**"). Tali quote conferiscono, al proprietario delle stesse, il diritto ad ottenere la relativa quota di risultato (qualora ne sia deliberata la distribuzione da parte dei detentori delle quote aventi diritti di voto), rettificato per tener conto di taluni aspetti contrattuali, così come meglio specificato nella successiva nota M.

Sono escluse, dall'acquisizione in oggetto, le quote della Yorkville Advisors GP Limited Liability Company aventi diritti di voto (denominate quote di Classe M).

La Yorkville Advisors Limited Liability Company ("**YA**") è la società di gestione del fondo YA Global Investments LP ("**Fondo**") che a sua volta controlla il fondo YA Global Dutch BV titolare, alla data del presente documento, del 26,288% del capitale sociale della Società. Il Fondo, attraverso la controllata indiretta YA Global Dutch BV detiene, conseguentemente, il controllo di fatto della Società.

La Yorkville Advisors GP Limited Liability Company (“**YAGP**”) è il *general partner* del Fondo che, in base alle clausole contenute negli accordi di gestione e che disciplinano i rapporti con i quotisti del Fondo, detiene il controllo di quest’ultimo. La *governance* di YAGP non risulta essersi modificata in modo significativo con il Contratto di Acquisizione (come di seguito definito). Nello specifico, i possessori delle quote di classe M di YAGP continuano a detenere il controllo di YAGP e del Fondo. Per tali aspetti, l’acquisizione delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (classe L) da parte della Società non conferisce alla stessa poteri di controllo su YAGP, né tantomeno sui fondi controllati da YAGP.

Le modalità del conferimento sono regolate dal contratto di acquisizione tra la Società e i venditori, Mark Angelo, Mathew Beckman, Gerald Eicke e David Gonzalez (congiuntamente le “**Persone Fisiche**”), sottoscritto l’8 settembre 2010 (“**Contratto di Acquisizione**”). In particolare, tale contratto prevede:

- l’avvio, subordinatamente a certe condizioni specificate nel contratto stesso (tra le quali il raggiungimento di una soglia di adesione all’OPS di almeno il 10% dei titolari delle quote di Investietico), della procedura per il conferimento del 5 % delle Quote YA e dei Diritti Patrimoniali YAGP (“**5% Iniziale**”) il cui inizio è previsto al più tardi entro il 28 febbraio 2011– da parte delle Persone Fisiche; e
- la possibile prosecuzione del conferimento attraverso l’esercizio di un diritto di opzione di acquisto concesso alla Società (“**Opzione**”) dalle Persone Fisiche, sul restante 95% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (“**Restante 95%**”).

Al momento dell’avvio del conferimento del 5% Iniziale le Persone Fisiche trasferiranno alla Società il 5% Iniziale che essa acquisirà immediatamente quale apporto in conto futuro aumento di capitale rimborsabile, che si trasformerà in aumento di capitale al momento della effettiva sottoscrizione della nuove azioni.

Ai sensi del Contratto di Acquisizione, le Persone Fisiche hanno l’obbligo di sottoscrivere entro dodici mesi dalla data dell’avvio del conferimento del 5% Iniziale (indicativamente entro gennaio 2012) azioni nuove della Società corrispondenti almeno al 40% del 5% Iniziale.

Qualora, entro il 1 dicembre 2013, le Persone Fisiche non abbiano proceduto alla sottoscrizione di azioni in quantità tale da esaurire il restante 60% del 5% Iniziale (e pertanto qualora non si sia conclusa il conferimento a servizio dell’intero 5% Iniziale), la Società:

- (a) potrà scegliere di pagare in contanti il valore delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP corrispondenti alla porzione non sottoscritta (ad un valore determinato sulla base dell’ultima perizia disponibile); oppure
- (b) dovrà procedere alla restituzione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP – e relativi dividendi eventualmente percepiti in relazione alle stesse – corrispondenti alla porzione non sottoscritta da parte delle Persone Fisiche (limitatamente, si noti, al 5% Iniziale restando quindi fermi eventuali acquisti di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP – e relativi dividendi – effettuati in esercizio dell’Opzione). Inoltre, sempre con riferimento al 5% Iniziale, il Contratto di Acquisizione prevede che le Persone Fisiche, qualora Yorkville bhn dovesse decidere di procedere alla restituzione di cui al presente punto (b), avranno il diritto di riacquistare anche la restante porzione del 5% Iniziale effettivamente conferita al capitale della Società al valore al quale tale conferimento era stato effettuato.

Qualora non dovesse aver inizio la procedura di conferimento a servizio del 5% Iniziale, (i) la Società e le Persone Fisiche dispongono della facoltà di recedere dal Contratto di Acquisizione entro il 28 febbraio 2011 e (ii) l'Opzione si intenderà concessa sul 100% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (e, quindi, non solo sul Restante 95%) che la Società potrà esercitare, secondo determinate procedure indicate dal Contratto di Acquisizione, ove non si sia stata esercitata la facoltà di cui al punto (i) che precede.

Quale corrispettivo per il trasferimento delle quote relative al Restante 95% la Società ha la facoltà di offrire azioni Yorkville bhn di nuova emissione o denaro. Si tenga presente che le Persone Fisiche hanno la facoltà di rifiutare, come corrispettivo del Restante 95%, l'offerta di nuove azioni. Non potranno rifiutare, per contro, l'offerta in denaro.

Se l'Opzione sarà esercitata per cassa, il prezzo sarà determinato moltiplicando la quota acquistata per Dollari 140 milioni. Se esercitata mediante conferimento di nuove azioni Yorkville bhn, il prezzo sarà determinato sulla base di una perizia che di volta in volta dovrà essere richiesta dalla Società.

L'Opzione può essere esercitata a partire dal 1 dicembre 2010 e per un periodo di tre anni, fino al 1 dicembre 2013.

Il Contratto di Acquisizione prevede che la Società, immediatamente dopo ciascun acquisto delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, trasferisca le stesse (in forma di conferimento) a due enti di diritto statunitense da doversi appositamente costituire ("**Corporations**"). La totalità delle quote di partecipazione in tali enti sarà posseduta dalla Società.

In tale contesto la Società ha conferito a Deloitte Financial Advisory Service SpA ("**Deloitte**") l'incarico di predisporre la relazione di valutazione ai sensi dell'articolo 2343 ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile circa l'intorno di riferimento del valore corrente teorico del capitale economico del 100% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP. La relazione, rilasciata il 6 settembre 2010, e predisposta con l'obiettivo di fornire indicazione al consiglio di amministrazione della Società in merito alle suddette quote, riporta un valore complessivamente stimato in Dollari 141 milioni, riferibili per Dollari 117 milioni alle Quote YA e Dollari 24 milioni alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP.

L'Operazione YA/YAGP è un'operazione con parti correlate ai sensi dello IAS 24 e ai fini dell'articolo 71 bis del Regolamento Emittenti.

IV. Ipotesi di base dei Prospetti Pro-forma con riferimento ai possibili scenari che si realizzeranno in relazione all'Operazione

Ai fini della predisposizione del presente documento, è stato ipotizzato quanto segue:

- adesione del 10% dei titolari delle quote di Investietico all'OPS;
- acquisizione del 5% Iniziale.

I valori risultanti dai Prospetti Pro-forma, pertanto, potranno differire da quelli che risulteranno dai bilanci della Società anche in funzione della variazione di tali percentuali. Non si modificheranno, tuttavia, le modalità di contabilizzazione.

In particolare, stante gli accordi e la struttura delle operazioni in essere alla data di predisposizione del presente documento, nonché le modalità di *governance* in vigore per Investietico e per YAGP che non si modificherebbero in modo sostanziale a seguito dell'Operazione, in nessun caso la Società verrebbe a detenere il controllo di Investietico e della YAGP, nemmeno nell'ipotesi del 100% delle quote di Investietico e delle Quote aventi Diritti Patrimoniali YAGP. Entrambi i casi comportano pertanto l'acquisizione di attività finanziarie classificabili nella voce "Available for Sale", in conformità a quanto previsto dallo IAS 39.

Per contro, le Quote YA conferiscono i diritti di *governance* della YA, incluso il diritto di voto. Pertanto l'eventuale acquisizione di percentuali di maggioranza delle Quote YA porterebbe al controllo della YA.

Nella circostanza, il diritto di poter esercitare l'Opzione a partire dal 1 dicembre 2010, sulle Quote YA, comporta, ai sensi dello IAS 27, il controllo di YA da parte della Società, a partire dalla medesima data. Conseguentemente, in virtù dell'Opzione, il principio contabile di riferimento richiede il consolidamento integrale della YA nel bilancio di Yorkville bhn. L'acquisizione si configura come un'operazione under common control e cioè come un'operazione di aggregazione aziendale in cui le società partecipanti all'aggregazione (nella circostanza rispettivamente Yorkville bhn e la YA) risultano controllate dalla medesima entità (le Persone Fisiche) al momento in l'operazione stessa è negoziata tra le parti. Tali operazioni sono contabilizzate tenendo conto di quanto previsto dallo IAS 8, ovvero del concetto di rappresentazione attendibile e fedele dell'operazione, e da quanto previsto dall'OPI 1 (orientamenti preliminari Assirevi in tema IFRS), relativo al "trattamento contabile delle *business combination of entities under common control* nel bilancio separato e nel bilancio consolidato". La selezione del principio contabile per le operazioni in esame deve essere guidata dagli elementi sopra descritti, che portano ad applicare il criterio della continuità di valori delle attività nette trasferite. Le attività nette sono state pertanto rilevate ai valori di libro che risultavano dalla contabilità della YA prima dell'operazione. La differenza tra i valori di trasferimento e quelli risultanti dalla contabilità della YA è stata eliminata rettificando in diminuzione il patrimonio netto dell'acquirente.

V. Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma

I presenti Prospetti Pro-forma sono stati predisposti rettificando o prendendo a riferimento i seguenti dati storici:

- bilancio consolidato semestrale abbreviato del Gruppo Yorkville bhn per il semestre chiuso al 30 giugno 2010, assoggettato a revisione contabile limitata secondo i criteri per la revisione contabile limitata raccomandati dalla Consob con delibera 10867 del 31 luglio 1997, da parte della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A., che ha emesso la relativa relazione in data 29 agosto 2010;
- bilancio consolidato per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo Yorkville bhn assoggettato a revisione contabile ai sensi dell'articolo 156 del dlgs. 24 febbraio 1998, n.58 (ora art. 14 del dlgs 27 gennaio 2010, n. 39) da parte della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A., che ha emesso la relativa relazione in data 20 aprile 2010;
- relazione semestrale di Investietico per il semestre chiuso al 30 giugno 2010, non assoggettata a revisione contabile, né completa, né limitata;
- rendiconto di gestione di Investietico per l'esercizio 2009, assoggettato a revisione contabile ai sensi dell'articolo 156 e 9 del dlgs. 24 febbraio 1998, n.58 da parte della società di revisione Reconta Ernst & Young SpA, che ha emesso la relativa relazione in data 19 marzo 2010.
- bilancio aggregato consolidato della YA e YAGP per il semestre chiuso al 30 giugno 2010, assoggettato a revisione contabile limitata secondo i criteri per la revisione contabile limitata previsti dall'International Standard on Review Engagements 2400 – “Engagements to Review Financial Statements” - da parte della società di revisione McGladrey & Pullen LLP, la quale ha emesso la propria relazione in data 24 settembre 2010;
- bilancio aggregato consolidato della YA e YAGP per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 assoggettato a revisione contabile limitata secondo i criteri per la revisione contabile limitata previsti dall'International Standard on Review Engagements 2400 – “Engagements to Review Financial Statements” - da parte della società di revisione McGladrey & Pullen LLP, la quale ha emesso la propria relazione in data 24 settembre 2010;

VI. Stato patrimoniale consolidato pro-forma al 30 giugno 2010 e conti economici consolidati complessivi pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo

Nelle seguenti tabelle sono rappresentate per tipologia le rettifiche pro-forma effettuate per rappresentare gli effetti significativi dell'Operazione sullo stato patrimoniale consolidato al 30 giugno 2010 e sui conti economici consolidati complessivi per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo.

Stato patrimoniale consolidato pro-forma al 30 giugno 2010 del Gruppo Yorkville bhn

(valori espressi in migliaia di Euro)	Stato patrimoniale e consolidato del Gruppo Yorkville bhn al 30 giugno 2010	Rettifiche pro forma					Stato patrimoniale e consolidato pro-forma al 30 giugno 2010 del Gruppo Yorkville bhn
		OPS	Stato patrimoniale e consolidato YA al 30 giugno 2010	Acquisizione e consolidamento della YA	Acquisizione della YAGP	Oneri accessori all'Operazione	
	A	B	C	D	E	F	A+B+C+D+E+F
ATTIVITA'							
Attività non correnti							
Attività immateriali	40						40
Avviamento	-				0		-
Attività materiali	6.398		252				6.650
Investimenti immobiliari	565						565
Partecipazioni in società collegate	948						948
Altre partecipazioni	1				0		1
Altre attività finanziarie non correnti	719	11.882	193		901		13.695
Attività per imposte anticipate	313						313
Totale Attività non correnti	8.984	11.882	445	-	901	-	22.212
Attività correnti							
Altre attività correnti	547		71				618
Rimanenze	673						673
Crediti commerciali	1.443						1.443
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	941		1.408				2.349
Totale Attività correnti	3.604	-	1.479	-	-	-	5.083
Attività destinate alla dismissione							
	-		-				-
TOTALE ATTIVO	12.588	11.882	1.924	-	901	-	27.295
PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'							
Patrimonio netto di gruppo	(4.090)	11.882	1.115	(3.694)	360	(1.500)	4.073
Patrimonio netto di terzi			100	1.059			1.159
Totale patrimonio netto	(4.090)	11.882	1.215	(2.635)	360	(1.500)	5.232
Passività non correnti							
Fondi del personale	472						472
Fondi rischi e oneri	52						52
Debiti verso banche e altre passività finanziarie non correnti	2.544			-	-		2.544
Altri debiti non correnti	202			-			202
Strumenti derivati valutati al fair value	41						41
Totale passività non correnti	3.311		-	-	-	-	3.311
Passività correnti							
Fondi rischi e oneri	200			-			200
Altri debiti correnti	4.386			2.635	541		7.562
Debiti commerciali	6.070		709			1.500	8.279
Debiti verso banche e altre passività finanziarie	2.711						2.711
Totale passività correnti	13.367		709	2.635	541	1.500	18.752
TOTALE PATRIMONIO NETTO E PASSIVITA'	12.588	11.882	1.924	-	901	-	27.295

Conto economico consolidato complessivo pro-forma relativo al semestre chiuso al 30 giugno 2010 del Gruppo Yorkville bhn

	Conto economico consolidato complessivo del Gruppo Yorkville bhn per il semestre chiuso al 30 giugno 2010	Rettifiche pro forma				Conto economico consolidato complessivo pro-forma per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 del Gruppo Yorkville bhn
		OPS	Conto economico consolidato complessivo di YA per il semestre chiuso al 30 giugno 2010	Acquisizione e consolidamento della YA	Acquisizione della YAGP	
<i>(valori espressi in migliaia di Euro)</i>						
	G	H	I	L	M	G+H+I+L+M
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.473		5.873	-		8.346
Altri ricavi e proventi	458		2.186	-		2.644
(Decremento) incremento delle rimanenze	504			-		504
Costi per materie prime e materiali di consumo	(1.634)			-		(1.634)
Costi per servizi	(2.692)	(187)	(3.542)	(44)	(9)	(6.474)
Costo del personale	(857)		(2.708)	(440)		(4.005)
Altri costi operativi	(101)			-		(101)
Margine operativo lordo	(1.849)	(187)	1.809	(484)	(9)	(720)
Ammortamento e perdite di valore di immobili, impianti e macchinari	(286)		(16)	-		(302)
Ammortamento e perdite di valore delle attività immateriali	(9)			-		(9)
Accantonamenti e svalutazioni	(168)			-		(168)
Risultato operativo	(2.312)	(187)	1.793	(484)	(9)	(1.199)
Proventi finanziari	3	1.009				1.012
Oneri finanziari	(235)					(235)
Quota di risultato società collegate	(278)					(278)
Risultato prima delle imposte	(2.822)	822	1.793	(484)	(9)	(700)
Imposte sul reddito	(523)	0	(107)	(12)		(642)
Risultato netto	(3.345)	822	1.686	(496)	(9)	(1.342)
- di cui di Gruppo	(3.345)	822	1.607	(1.640)	(9)	(2.565)
- di cui di terzi	0	0	79	1.144	(0)	1.223
Altre componenti del conto economico complessivo	0	1.661	(128)	367	0	1.900
Totale utile /(perdita) complessivo del periodo	(3.345)	2.483	1.558	(129)	(9)	558
- di cui di Gruppo	(3.345)	2.483	1.487	(1.515)	(9)	(899)
- di cui di terzi	0	0	71	1.386	(0)	1.457
Risultato netto per azione (base e diluito) - valori in euro (1)	(4,6)					(0,9)

(1) Si precisa che il dato storico è stato rettificato per tener conto dell'effetto della delibera del consiglio di amministrazione che ha deliberato, tra l'altro, il raggruppamento delle azioni con il rapporto di 1 azione ogni 100

Conto economico consolidato complessivo pro-forma relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo Yorkville bhn

	Conto economico consolidato complessivo del Gruppo Yorkville bhn per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009	Rettifiche Pro-forma				Conto economico consolidato complessivo pro-forma per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo Yorkville bhn
		OPS	Conto economico consolidato complessivo di YA per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009	Acquisizione e consolidamento della YA	Acquisizione della YAGP	
(valori espressi in migliaia di Euro)	N	H	I	L	M	N+H+I+L+M
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	5.768		13.859	-		19.627
Altri ricavi e proventi	256		3.564	-		3.820
(Decremento) incremento delle rimanenze	(1.748)			o		(1.748)
Costi per materie prime e materiali di consumo	(1.657)			o		(1.657)
Costi per servizi	(5.359)	(283)	(7.324)	(88)	(18)	(13.072)
Costo del personale	(2.142)		(7.481)	(832)		(10.455)
Altri costi operativi	(245)			o		(245)
Margine operativo lordo	(5.127)	(283)	2.618	(920)	(18)	(3.730)
Ammortamento e perdite di valore di immobili, impianti e macchinari	(742)		(54)	o		(796)
Ammortamento e perdite di valore delle attività immateriali	(17)			o		(17)
Accantonamenti e svalutazioni	(1.079)			o		(1.079)
Risultato operativo	(6.965)	(283)	2.564	(920)	(18)	(5.622)
Proventi e oneri finanziari	(274)	578		o	20	324
Minusvalenze da cessione attività al fair value	(9)			o		(9)
Risultato prima delle imposte	(7.248)	295	2.564	(920)	2	(5.307)
Imposte sul reddito	836	o	(84)	(20)	(5)	727
Risultato derivante dall'attività di funzionamento	(6.412)	295	2.480	(940)	(3)	(4.580)
Risultato delle attività dismesse	(2.476)			o		(2.476)
Risultato netto	(8.888)	295	2.480	(940)	(3)	(7.056)
- di cui di Gruppo	(8.888)	295	2.227	(2.307)	(3)	(8.676)
- di cui di terzi	o	o	253	1.367	o	1.620
Altre componenti del conto economico complessivo	o	1.390	54	o	(20)	1.424
Totale utile /(perdita) complessivo del periodo	(8.888)	1.685	2.534	(940)	(23)	(5.632)
- di cui di Gruppo	(8.888)	1.685	2.278	(2.357)	(23)	(7.305)
- di cui di terzi	o	o	256	1.417	o	1.673
Risultato netto per azione (base e diluito) - valori in euro (1)	(16,5)					(3,3)

(1) Si precisa che il dato storico è stato rettificato per tener conto dell'effetto della delibera del consiglio di amministrazione che ha deliberato, tra l'altro, il raggruppamento delle azioni con il rapporto di 1 azione ogni 100

VII. Descrizione delle rettifiche pro-forma effettuate per la predisposizione dei Prospetti Consolidati Pro-forma

Di seguito sono brevemente descritte le scritture pro forma effettuate per la predisposizione dei Prospetti Consolidati Pro-forma.

SITUAZIONE PATRIMONIALE CONSOLIDATA PRO-FORMA AL 30 GIUGNO 2010

A. Stato patrimoniale consolidato del Gruppo Yorkville bhn al 30 giugno 2010

La colonna in oggetto include lo stato patrimoniale consolidato al 30 giugno 2010 del Gruppo, così come estratto dalla relazione finanziaria semestrale consolidata per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 (si rimanda alla sezione V. “Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma”).

B. OPS

La colonna in oggetto rappresenta gli effetti patrimoniali pro-forma derivanti dall’adesione del 10% dei titolari delle quote di Investietico all’OPS.

In accordo con lo IAS 39, l’acquisizione in oggetto si configura come acquisizione di un’attività finanziaria classificabile nella categoria “Available for sale”. Il valore dell’attività è stato calcolato moltiplicando il numero delle quote pari al 10% delle adesioni (ovvero n. 6.150) per il prezzo di chiusura di borsa delle quote di Investietico alla data più recente disponibile, nello specifico del 23 settembre 2010, pari a Euro 1.932. Il valore così calcolato risulta essere pari a Euro 11.882 migliaia. Tale metodologia di calcolo evidenzia un minor valore rispetto alle valutazioni effettuate dal perito ex articolo 2343 del Codice Civile e dal consiglio di amministrazione in sede di definizione del concambio rispettivamente per Euro 3.628 migliaia ed Euro 2.269 migliaia. La valutazione dell’attività finanziaria basata sul prezzo di chiusura di borsa delle quote di Investietico risulta in linea con i dettami dello IAS 39, che stabilisce che un’attività finanziaria debba essere valutata al fair value al momento della sua iscrizione in bilancio e che la migliore indicazione del *fair value* è il prezzo delle quote al quale tale attività è scambiata in un mercato attivo. Si ricorda che Investietico è quotato al Mercato Telematico degli Investment Vehicles.

Il patrimonio netto è stato incrementato per il medesimo valore.

C. Stato patrimoniale consolidato di YA al 30 giugno 2010

La colonna in oggetto include lo stato patrimoniale consolidato al 30 giugno 2010 della YA, redatto in accordo con gli IFRS e convertito in euro dalla valuta dollaro, al cambio più recente rispetto alla data di predisposizione del presente documento, ovvero al 23 settembre 2010, pari a 1,3323 dollari per un euro.

Si ritiene opportuno segnalare che, non avendo la YA mai predisposto il bilancio consolidato, lo stato patrimoniale consolidato, riportato in tale colonna, è stato redatto pro-forma solamente ai fini della predisposizione dei Prospetti Pro-forma. In particolare è stato predisposto estraendo gli opportuni dati e

scritture di consolidamento dal bilancio aggregato consolidato della YA e YAGP al 30 giugno 2010 (si rimanda alla sezione V. “Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma”), anch’esso redatto esclusivamente ai fini e nell’ambito dell’Operazione YA/YAGP.

Il gruppo YA è composto, oltre che dalla YA, dalle seguenti società, che operano come *sub advisor* della YA:

- Yorkville Advisors HK Limited, detenuta al 100% dalla YA e operativa ad Hong Kong,
- Yorkville Advisors Service Ltd, detenute al 100% dalla YA e operativa nel Regno Unito,
- Yorkville Advisors UK, LLP detenuta al 95% dalla Yorkville Advisors Service Ltd e operativa nel Regno Unito.

D. Acquisizione e consolidamento della YA

La colonna in oggetto fa riferimento agli effetti patrimoniali pro-forma derivanti dall’avvio della procedura per il conferimento del 5% Iniziale delle Quote YA, nonché dall’effettivo conferimento del 40% del 5% Iniziale delle quote stesse, nonché gli effetti derivanti dall’Opzione sul Restante 95%, concessa alla Società

Come evidenziato al precedente paragrafo IV “Ipotesi di base dei Prospetti Pro-forma con riferimento ai possibili scenari che si realizzeranno in relazione all’Operazione”, la transazione in oggetto rientra nell’ambito delle *business combination under common control*. La colonna D rappresenta, pertanto, gli effetti del consolidamento della YA nel bilancio consolidato della Società e l’eliminazione dell’eccedenza dei valori di trasferimento della YA rispetto ai valori contabili.

Il prezzo dell’acquisizione è stato calcolato prendendo a riferimento il valore riportato nella perizia redatta da Deloitte¹ (pari a Dollari 117 milioni), come di seguito riportato.

A	Valore del 100% delle Quote YA, come derivante dalla perizia di Deloitte del 6 settembre 2010 (Dollari migliaia)	117.000
B	percentuale di quote di competenza della Società (ipotesi del 5%)	5%
C	Tasso di cambio euro /dollaro più recente (23 settembre 2010)	1,3323
d=axb/c	Valore del 5% Iniziale con riferimento alle Quote YA (in Euro migliaia)	4.391

Come meglio specificato nella sezione III “Breve descrizione dell’Operazione”, le Persone Fisiche hanno l’obbligo di sottoscrivere entro dodici mesi dalla data dell’avvio del conferimento del 5% Iniziale nuove azioni della Società corrispondenti almeno al 40% del 5% Iniziale. Ai fini della redazione del presente documento, in tale colonna, è stata quindi considerata tale sottoscrizione, con riferimento alle Quote YA, come se fosse già stata effettuata. Il valore corrispondente al 40% del 5% Iniziale delle Quote YA è stato pertanto classificato nella voce “patrimonio netto di Gruppo”.

¹ Si ricorda che la Società a fronte del conferimento del 5% Iniziale emetterà, qualora le Persone Fisiche decideranno di sottoscrivere, un numero di azioni che, moltiplicato per il valore di ciascuna azione che sarà determinato dal consiglio di amministrazione, definirà un prezzo complessivo pari alla valutazione effettuata dal perito ex articolo 2343 del Codice Civile, Deloitte, con riferimento sia a YA che YAGP

Si precisa che la classificazione a patrimonio netto di detta posta contabile è stata effettuata con riferimento unicamente ai Prospetti Pro-forma, nell'ipotesi che tale 40% del 5% Iniziale venga sottoscritto. Con riferimento ai dati finanziari che saranno inclusi nel bilancio della Società, si precisa che tale posta sarà classificata alla voce "patrimonio netto di Gruppo" solo al momento dell'effettiva sottoscrizione delle azioni da parte delle Persone Fisiche. Dalla data del conferimento e fino alla data di sottoscrizione delle azioni, tale posta sarà classificata tra i debiti della Società.

Il residuo 60% del 5% Iniziale delle Quote YA, in considerazione del fatto i termini contrattuali prevedono o un esborso di cassa per Società o la consegna di un numero variabili di azioni, è stato iscritto tra i debiti correnti.

Di seguito sono riepilogate le modalità di calcolo delle rettifiche relative al patrimonio netto di gruppo, di terzi e degli altri debiti correnti.

	Euro migliaia
Valore del 5% Iniziale con riferimento alle Quote YA	4.391
40% del 5% Iniziale con riferimento alle Quote YA , che si ipotizza vengano conferite – valore di iscrizione del patrimonio netto di gruppo	1.756
60% del 5% Iniziale con riferimento alle Quote YA , che si ipotizza non vengano immediatamente conferite – valore di iscrizione del debito corrente	2.635

Il valore contabile del 100% delle attività e passività nette acquisite ammonta a Euro 1.115 migliaia. La relativa quota di competenza della Società, pari al 5% dello stesso, ammonta a Euro 56 migliaia.

La differenza tra il prezzo dell'aggregazione aziendale (complessivamente pari a Euro 4.391 migliaia) e il valore contabile delle attività e passività nette acquisite (pari a Euro 56 migliaia) è stata iscritta a riduzione del patrimonio netto di gruppo (Euro 4.335 migliaia). Si noti che, tale differenza, in mancanza di una situazione, anche stimata, di YA alla data di acquisizione, è stata calcolata sulla base dei dati disponibili a data più recente, ovvero al 30 giugno 2010.

Di seguito si rappresenta l'insieme delle scritture contabili che hanno determinato l'impatto negativo sul patrimonio netto del Gruppo di Euro 3.694 migliaia:

	Euro migliaia
Effetto del Conferimento del 40% del 5% Iniziale con riferimento alle Quote YA	1.756
Eliminazione del patrimonio netto di gruppo della YA per effetto del consolidamento	(1.115)
Effetto dell'eliminazione della differenza tra prezzo pagato e valore contabile delle attività e passività nette acquisite	(4.335)
Totale rettifica del Patrimonio netto di Gruppo	(3.694)

Il patrimonio netto di terzi è rappresentato dal 95% del patrimonio netto di gruppo della YA (ovvero Euro 1.115 migliaia x 95% equivale a Euro 1.059 migliaia).

Al fini della redazione dei presenti Prospetti Pro-forma è stato ipotizzato che il debito iscritto a fronte del 60% del 5% Iniziale delle Quote YA, come sopra descritto, verrà estinto nel breve periodo, pertanto è stata considerata trascurabile l'eventuale variazione di *fair value* dello stesso.

E. Acquisizione della YAGP

La colonna in oggetto fa riferimento agli effetti patrimoniali pro-forma derivanti dall'avvio della procedura per il conferimento del 5% Iniziale delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, nonché dal conferimento del 40% del 5% Iniziale delle quote stesse. Si evidenzia che l'Opzione concessa alla Società sulle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP ai fini del consolidamento di YAGP, non essendo tali quote rappresentative dei diritti di *governance* della stessa società.

Come già indicato in precedenza, l'acquisizione in oggetto si configura come acquisizione di un'attività finanziaria classificabile nella categoria delle Available for sale, in base ai dettami dello IAS 39. L'attività in oggetto è stata iscritta prendendo a riferimento il valore riportato nella perizia redatta da Deloitte², pari a Dollari 24 milioni.

Come per il conferimento delle Quote YA, anche per le Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, le Persone Fisiche hanno l'obbligo di sottoscrivere entro un determinata data nuove azioni della Società corrispondenti almeno al 40% del 5% Iniziale. Ai fini della redazione del presente documento, è stata quindi considerata tale sottoscrizione, come se fosse già stata effettuata. Il valore corrispondente al 40% del 5% Iniziale, come di seguito descritto, è stato pertanto classificato nella voce "patrimonio netto di Gruppo".

Si precisa che la classificazione a patrimonio netto di detta posta contabile è stata effettuata con riferimento unicamente ai Prospetti Pro-forma, nell'ipotesi che tale 40% del 5% Iniziale venga sottoscritto. Con riferimento ai dati finanziari che saranno inclusi nel bilancio della Società, si precisa che tale posta sarà classificata alla voce "patrimonio netto" solo al momento dell'effettiva sottoscrizione delle azioni da parte delle Persone Fisiche. Dalla data del conferimento e fino alla data di sottoscrizione delle azioni, tale posta sarà classificata tra i debiti della Società.

Il residuo 60% del 5% Iniziale delle Quote YA, in considerazione del fatto i termini contrattuali prevedono o un esborso di cassa per Società o la consegna di un numero variabili di azioni, è stato iscritto tra i debiti correnti.

Di seguito si riporta la modalità di calcolo di detti valori:

a	Valore del 100% delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, come derivante dalla perizia di Deloitte del 6 settembre 2010 (Dollari migliaia)	24.000
b	percentuale di quote di competenza della Società (ipotesi del 5%)	5%
c	Tasso di cambio euro /dollaro più recente (23 settembre 2010)	1,3323

² Si ricorda che la Società a fronte del conferimento del 5% Iniziale emetterà, qualora le Persone Fisiche decideranno di sottoscrivere, un numero di azioni che, moltiplicato per il valore di ciascuna azione che sarà determinato dal consiglio di amministrazione, definirà un prezzo complessivo pari alla valutazione effettuata dal perito ex articolo 2343 del Codice Civile, Deloitte, con riferimento a YA e YAGP.

d=axb/c	Valore del 5% Iniziale con riferimento alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (in Euro migliaia)	901
	40% del 5% Iniziale con riferimento alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP , che si ipotizza vengano conferite, e quindi iscritte nel patrimonio netto (in Euro migliaia)	360
	60% del 5% Iniziale con riferimento alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP , che si ipotizza non vengano immediatamente conferite – valore di iscrizione del debito corrente (Euro migliaia)	541

Al fini della redazione dei presenti Prospetti Pro-forma è stato ipotizzato che il debito iscritto a fronte del 60% del 5% Iniziale delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, come sopra descritto, verrà estinto nel breve periodo, pertanto è stata considerata trascurabile l'eventuale variazione di *fair value* dello stesso.

F. Oneri accessori all'Operazione

Gli oneri accessori all'Operazione, costituiti essenzialmente da spese legali, notarili e di due diligence, e stimati in Euro 1.500 migliaia, sono stati classificati a riduzione del patrimonio netto, in quanto o attribuibili all'aumento di capitale sociale, ai sensi dello IAS 32.

In contropartita sono stati incrementati i debiti commerciali.

Con riferimento a tali oneri non è stato calcolato l'effetto fiscale in quanto la Società non presenta un imponibile fiscale positivo.

CONTI ECONOMICI CONSOLIDATI COMPLESSIVI PRO-FORMA PER IL SEMESTRE CHIUSO AL 30 GIUGNO 2010 E PER L'ESERCIZIO CHIUSO AL 31 DICEMBRE 2009

G. Conto economico consolidato complessivo del Gruppo Yorkville bhn per il semestre chiuso al 30 giugno 2010

La colonna in oggetto include il conto economico consolidato complessivo per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 del Gruppo, così come estratto dalla relazione finanziaria semestrale del Gruppo alla medesima data (si rimanda alla sezione V. "Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma").

H. OPS

La colonna in oggetto rappresenta gli effetti pro-forma, sui conti economici consolidati complessivi per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, derivanti dall'adesione del 10% dei titolari delle quote di Investietico all'OPS.

H1. Costi per servizi

Nel corso del 2008 la Società e Bhn Srl hanno sottoscritto un contratto (il “**Contratto di Consulenza**”) avente ad oggetto consulenze in materia di acquisizioni di società e il monitoraggio delle partecipazioni acquisite. In esecuzione di detto contratto, la Società, a fronte dell’OPS, dovrà riconoscere a Bhn S.r.l.:

- a) una commissione trimestrale pari a 0,5% del costo di acquisto rettificato in aumento dell’indebitamento finanziario netto e
- b) una commissione annuale di performance pari al 10% della variazione di valore, se positiva, della partecipazione nei periodi di riferimento.

Si precisa che a partire dalla fine del terzo anno di detenzione dell’investimento, la Società dovrà riconoscere a Bhn S.r.l., in aggiunta alle precedenti commissioni, un’ulteriore commissione pari al 10% della differenza, se positiva, tra il valore dell’investimento nell’ultimo anno e la media dei valori dell’investimento relativa agli ultimi tre esercizi.

Di seguito si riporta il dettaglio di tali ammontari che costituiscono la rettifica pro-forma:

Modalità di calcolo delle commissioni da riconoscere a Bhn S.r.l. (valori in migliaia di Euro)	Semestre chiuso al 30 giugno 2010	Esercizio chiuso al 31 dicembre 2009
Commissione trimestrale dello 0,5% sul costo di acquisto (1) rettificato in aumento dell’indebitamento finanziario netto	142	283
Commissione annuale di performance che, per titoli quotati, è pari al 10% della variazione positiva tra la media dei prezzi ufficiali di borsa di un esercizio rispetto all’esercizio precedente	45	-
Totale	187	283

- (1) Il Contratto di Consulenza prevede specificatamente che tale commissione sia calcolata sull’ammontare del costo di acquisto, che nel caso in esame ammonta a Euro 14.152 migliaia, che differisce da quanto contabilizzato, come precedentemente indicato alla Nota B. La modalità di determinazione di detto valore prende a riferimento il valore delle azioni di Yorkville bhn conferite moltiplicato per il numero delle azioni conferite.

Con riferimento a tali oneri non è stato calcolato l’effetto fiscale in quanto la Società non presenta un imponibile fiscale positivo.

H2. Proventi finanziari

La voce proventi finanziari include la quota di competenza della Società dei dividendi che Investietico ha distribuito rispettivamente nel primo semestre 2010 e nell’esercizio 2009, così come riportato rispettivamente nella relazione semestrale di Investietico al 30 giugno 2010 e nel rendiconto della gestione di Investietico per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2009.

Di seguito si riportano le modalità di calcolo dei suddetti effetti per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2009:

Modalità di calcolo dei proventi finanziari	Semestre chiuso al 30 giugno 2010	Esercizio chiuso al 31 dicembre 2009
Dividendi distribuiti per ciascuna quota (Euro)	164	94
n. di quote di competenza della Società nell'ipotesi del 10%	6.150	6.150
Totale dividendi contabilizzati nei proventi finanziari (Euro migliaia)	1.009	578

Con riferimento a tali proventi non è stato calcolato l'effetto fiscale in quanto la Società non presenta un imponibile fiscale positivo.

H3. Altre componenti del conto economico complessivo

In accordo con lo IAS 39, è stata inoltre iscritta nella voce relativa alle altre componenti del conto economico complessivo, la variazione di fair value di detta attività finanziaria, alle date di riferimento. Ai fini dell'esercizio dei Prospetti Pro-forma, la variazione del fair value è stata calcolata quale differenza tra i prezzi di chiusura di borsa all'inizio e alla fine dei periodi di riferimento.

Di seguito si riportano le modalità di calcolo dei suddetti effetti per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009.

Modalità di calcolo della variazione del fair value	Al 30 giugno 2010	Al 31 dicembre 2009	Al 1 gennaio 2009
Prezzo di riferimento di chiusura di borsa delle quote di Investietico (Euro)	1.915	1.645	1.419
Variazione positiva di fair value per 1 quota (Euro)	270	226	
n. di quote di competenza della Società nell'ipotesi del 10%	6.150	6.150	
Totale variazione positiva di fair value (Euro migliaia)	1.661	1.390	

Tenuto conto del fatto che la Società non presenta un imponibile fiscale positivo e che presenta perdite fiscali pregresse per le quali non sono state iscritte imposte differite attive, la rettifica in oggetto non ha comportato alcun effetto fiscale.

I. Conto economico consolidato complessivo di YA per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e conto economico consolidato complessivo di YA per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009

La colonna in oggetto include rispettivamente il conto economico consolidato complessivo per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 della YA, redatti in accordo con gli

IFRS e convertiti in euro dalla valuta dollaro, al cambio medio dei periodi di riferimento (1,3284 dollari per un euro per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e 1,3948 per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009).

Come descritto alla lettera B con riguardo allo stato patrimoniale consolidato di YA al 30 giugno 2010, si ricorda che, non avendo la YA mai predisposto il bilancio consolidato, i conti economici consolidati complessivi della YA, riportati in tale colonna, sono stati redatti pro-forma solamente ai fini della predisposizione dei Prospetti Pro-forma. In particolare sono stati predisposti estraendo gli opportuni dati e scritture di consolidamento dai bilanci aggregati consolidati della YA e YAGP rispettivamente al 30 giugno 2010 e al 31 dicembre 2009 (si rimanda alla sezione V. "Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma"), anch'essi redatti esclusivamente ai fini e nell'ambito dell'Operazione YA/YAGP.

L. Acquisizione e consolidamento di YA

La colonna in oggetto rappresenta gli effetti pro-forma, sui conti economici consolidati complessivi per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, derivanti dall'avvio della procedura per il conferimento del 5% Iniziale, nonché dal conferimento del 40% del 5% Iniziale con riferimento alle Quote YA. In particolare tale colonna rappresenta gli effetti economici: i) del consolidamento della YA nel bilancio consolidato della Società, ii) dell'esecuzione degli employment agreements, allegati al contratto di acquisizione ("**Employment Agreements**"), iii) dell'esecuzione del Contratto di Consulenza, nonché iv) dell'iscrizione delle imposte di competenza della Corporation con riferimento alle Quote YA. Di seguito si riporta la spiegazione di tali effetti, per ciascuna voce di bilancio rettificata.

L1. Costi per servizi

In esecuzione del Contratto di Consulenza, descritto alla lettera H1, la Società dovrà riconoscere a Bhn S.r.l. delle commissioni per l'acquisizione del 5% Iniziale delle Quote YA.

Le commissioni trimestrali risultano pari a Euro 44 migliaia ed Euro 88 migliaia rispettivamente per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009.

Le commissioni annuali di performance risultano pari a zero per entrambi i periodi.

In considerazione del fatto che la Società non presenta un imponibile fiscale positivo, la rettifica di cui al presente punto L1 non ha comportato la determinazione di alcun effetto fiscale.

L2. Costi del personale

Il Contratto di Acquisizione include quattro Employment Agreements, uno per ciascuna delle Persone Fisiche. Tali accordi, prevedono, tra l'altro:

- un ammontare minimo garantito annuale pari a Dollari 273 migliaia per ciascuna delle Persone Fisiche,
- un'"allocazione addizionale" da riconoscere annualmente che, complessivamente corrisponde ad una percentuale delle Incentive fees riconosciute dal Fondo alla YA e alla YAGP³. Tale percentuale è pari al

³ Le incentive fee sono per lo più calcolate come il 20% dei proventi, realizzati e non realizzati, relativi all'apprezzamento degli asset del Fondo.

30% della percentuale di possesso da parte di Yorkville bhn delle Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (che nei presenti Prospetti Pro-forma è ipotizzata pari al 5%). Evidentemente più sarà alta la quota di possesso da parte di Yorkville bhn delle Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP più sarà alta l'allocazione addizionale che la YA dovrà riconoscere alle Persone Fisiche. Il valore di tali allocazioni, in base al sopra descritto meccanismo di calcolo, non potrà comunque superare il 30% delle Incentive fees.

Di seguito è riportata tabella riepilogativa della rettifica in oggetto.

Costi pro-forma in esecuzione degli Employment Agreements	Semestre chiuso al 30 giugno 2010	Esercizio chiuso al 31 dicembre 2009
Ammontare minimo garantito (in migliaia di dollari)	546	1.092
Allocazione addizionale (1) - pari al 5% del 30% delle Incentive fees (in migliaia di dollari)	38	69
Totale (in migliaia di dollari)	584	1.161
Totale (in migliaia di euro – conversione ai cambi medi dei periodi di riferimento)	440	832

(1) Con riferimento al primo semestre 2010, le allocazioni addizionali sono state stimate, in quanto il calcolo puntuale delle *Incentive fees* (che costituiscono la base di calcolo delle allocazioni addizionali) viene effettuato solo alla fine di ciascun esercizio.

Tali contratti hanno la validità di 5 anni dal 1 dicembre 2010 e possono essere rinnovati solo previo accordo scritto da entrambe le parti.

La YA, da un punto di vista fiscale, risulta essere entità “trasparente”, ovvero entità il cui reddito viene imputato a ciascun socio, proporzionalmente alla sua quota di partecipazione, e tassato in capo a ciascun socio. La rettifica pro-forma in oggetto comporterebbe un effetto fiscale solo con riferimento alla parte di competenza della Yorkville Bhn. Ai fini del presente documento, l'effetto è stato considerato trascurabile.

L3. Imposte

La rettifica fa riferimento all'imposizione fiscale, in capo alla Corporation, interamente detenuta dalla Yorkville bhn e costituita al fine di detenere le Quote YA acquistate. Gli utili prodotti dalla YALLC e di competenza della Yorkville bhn verranno infatti tassati con imposta federale negli Stati Uniti, prima di essere distribuiti in Italia.

L4. Risultato netto di Gruppo e di terzi

La tabella sotto riportata ricostruisce la modalità di calcolo della rettifica al risultato di terzi con riferimento al consolidamento della YA.

Come già indicato in precedenza, il Contratto di Acquisizione prevede che, qualora entro il 1° dicembre 2013 le Persone Fisiche non abbiano proceduto alla sottoscrizione delle azioni della Società relativamente al 60% del 5% iniziale e qualora la Società abbia acquistato per cassa le corrispondenti Quote YA, allora le quote corrispondenti alla parte non sottoscritta e i relativi dividendi, eventualmente percepiti, dovranno essere restituiti alla Persone Fisiche. Fintanto che non risulta definita chiaramente la situazione relativa al 60% del 5% Iniziale, da parte delle Persone Fisiche o della Società, la quota di competenza dell'utile relativa alla parte di quote non sottoscritta non soddisfa i presupposti per essere attribuita alla Yorkville bhn. Conseguentemente la quota della YA di pertinenza della Società è pari al 40% del 5%.

Modalità del risultato di terzi (valori in migliaia di Euro)	Semestre chiuso al 30 giugno 2010		Esercizio chiuso al 31 dicembre 2009	
	Valore complessivo	Quota di competenza di terzi	Valore complessivo	Quota di competenza di terzi
Costi per servizi	(44)	-	(88)	-
Costi del personale	(440)	(431)(*)	(832)	(815)(*)
Imposte	(12)	-	(20)	-
Utile di gruppo della YA	1.607	1.575 (*)	2.227	2.182(*)
Totale		1.144		1.367

(*) La quota di terzi, come sopra descritto, è pari al 95% + il 60% del 5%: totale 98%

La differenza tra il risultato netto e quello attribuito ai terzi è stato allocato al risultato del Gruppo.

L5. Altre componenti del conto economico complessivo

Tale rettifica rappresenta l'iscrizione i) della differenze di conversione del patrimonio netto iniziale della YA al cambio di inizio periodo e il medesimo convertito al cambio di fine periodo e ii) dalle differenze cambio derivanti dall'applicazione del diverso criterio per la conversione in euro delle poste di natura reddituale e patrimoniale.

Con riferimento al semestre chiuso 30 giugno 2010 la rettifica ammonta a Euro 367 migliaia.

Con riferimento all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 tale differenza non è stata calcolata perché ritenuta trascurabile ai fini dei presenti Prospetto Pro-forma, in quanto il rapporto di cambio euro/dollaro al 31 dicembre 2009 è sostanzialmente in linea con lo stesso al 1 gennaio 2009 e con quello medio del periodo.

M. Acquisizione di YAGP

La colonna in oggetto rappresenta gli effetti pro-forma, sui conti economici consolidati complessivi per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, derivanti dall'avvio della procedura per il conferimento del 5% Iniziale delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, nonché dal conferimento del 40% del 5% Iniziale.

M.1 Costi per servizi

In esecuzione del Contratto di Consulenza, descritto alla lettera H1, la Società dovrà riconoscere a Bhn S.r.l. delle commissioni per l'acquisizione del 5% Iniziale delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP.

Le commissioni trimestrali risultano pari a Euro 9 migliaia ed Euro 18 migliaia rispettivamente per il semestre chiuso al 30 giugno 2010 e per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009.

Le commissioni annuali di performance risultano pari a zero per entrambi i periodi.

In considerazione del fatto che la Società non presenta un imponibile fiscale positivo, la rettifica di cui al presente punto M1 non ha comportato la determinazione di alcun effetto fiscale.

M.2 Proventi finanziari

E' stata iscritta nella voce proventi finanziari la quota di competenza della Società, nell'ipotesi di avvio della procedura del conferimento del 5% Iniziale, dei dividendi distribuiti dalla YAGP nei periodi di riferimento e riferibili alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP.

Si consideri che nel primo semestre 2010 la YAGP non ha distribuito dividendi.

Con riferimento all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, l'ammontare stimato dei dividendi pro-forma è stato calcolato prendendo a riferimento i dividendi effettivamente distribuiti nel 2009 dalla YAGP e rettificando tale importo per tener conto di quanto segue:

- Come già indicato in precedenza, il Contratto di Acquisizione prevede che, qualora entro il 1° dicembre 2013 le Persone Fisiche non abbiano proceduto alla sottoscrizione delle azioni della Società relativamente al 60% del 5% iniziale e qualora la Società abbia acquistato per cassa le corrispondenti Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, allora le quote corrispondenti alla parte non sottoscritta e i relativi dividendi, eventualmente percepiti, dovranno essere restituiti alla Persone Fisiche. Fintanto che non risulta definita chiaramente la situazione relativa al 60% del 5% Iniziale, da parte delle Persone Fisiche o della Società, la quota di dividendi relativa alla parte di quote non sottoscritta non soddisfa i presupposti per l'iscrizione di ricavo ai sensi dello IAS 18, e pertanto gli eventuali dividendi dovranno essere contabilizzati tra i debiti alla voce "acconti".
- I dividendi storicamente distribuiti dalla YAGP si riferiscono all'unica classe di quote esistenti prima dell'Operazione (ovvero prima dello split delle quote L e M). Ai fini del calcolo dei dividendi pro-forma riferibili alla sola classe L (oggetto dell'Operazione) i dividendi distribuiti dalla YAGP sono stati moltiplicati per una percentuale determinata dal rapporto tra l'utile pro-forma del periodo di riferimento riferibile alla classe L e l'utile del periodo di riferimento complessivo della YAGP. Tale percentuale è risultata pari al 57% per l'esercizio 2009.

Con riferimento alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP i dividendi così calcolati, per l'esercizio 2009, ammontano a Euro 20 migliaia.

Con riferimento a tale rettifica pro-forma, è stato inoltre calcolato il relativo effetto fiscale, in capo alla Corporation, pari a Euro 5 migliaia.

M.3 Altre componenti del conto economico complessivo (variazione del fair value)

Non essendo disponibili informazioni per la determinazione delle variazioni del fair value dell'attività finanziaria riferita alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP nei periodi di riferimento, quali ad esempio le quotazioni di borsa o perizie, le stesse sono state stimate assumendo che il valore economico dell'attività finanziaria non si sia modificata nei periodi di riferimento e che, pertanto, la differenza di fair value sia unicamente attribuibile alla variazione della posizione finanziaria netta della YAGP (con riferimento alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP), che è stato ipotizzato si incrementi in funzione dell'utile realizzato nel periodo di riferimento e si decrementi per la distribuzione dei dividendi effettuata nei medesimi periodi.

Nel semestre chiuso al 30 giugno 2010 YAGP non ha distribuito dividendi e non ha registrato utili/perdite riferibili alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP⁴, pertanto il valore stimato della variazione del fair value risulta pari a zero.

Con riferimento all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009, il valore stimato della variazione di fair value, al netto dell'effetto imposte in capo alla Corporation, è pari ad un valore negativo di Euro 20 migliaia.

N. Conto economico consolidato complessivo del Gruppo per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009

La colonna in oggetto include il conto economico consolidato complessivo per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2009 del Gruppo, così come estratto dal bilancio consolidato del Gruppo per l'esercizio chiuso alla medesima data (si rimanda alla sezione V. "Dati finanziari alla base della predisposizione dei Prospetti Pro-forma").

VIII. Modalità di calcolo del risultato per azione

Di seguito si riporta la modalità di calcolo del numero di azioni pro-forma da utilizzare per il calcolo del risultato per azione pro-forma.

Numero di azioni: valori in migliaia	Semestre chiuso al 30 giugno 2010	Esercizio chiuso al 31 dicembre 2009
Numero di azioni utilizzate nei bilanci storici ai fini del calcolo del risultato per azione	72.551	53.779
Numero di azioni utilizzate nei bilanci storici ai fini del calcolo del risultato per azione, tenuto conto del raggruppamento delle azioni deliberato con consiglio di		
Amministrazione che esente l'azione dall'accesso del	726	538
10%	1.845	1.845

⁴ Il conto economico delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP è alimentato sostanzialmente dalle incentive fee, che sono calcolate annualmente alla fine dell'esercizio. Conseguentemente nel corso del primo semestre

Numero di azioni emesse a favore del conferimento del 40% del 5% Iniziale - il valore dell'azione di Yorkville al momento del conferimento è stato ipotizzato pari alla data più recente disponibile (23 settembre 2010, pari a 7,8 euro, post raggruppamento)	271	271
Totale numero di azioni pro-forma	2.842	2.654

Di seguito si riporta la modalità di calcolo del risultato pro-forma per azione.

Numero di azioni: valori in migliaia	Semestre chiuso al 30 giugno 2010	Esercizio chiuso al 31 dicembre 2009
Perdita - pro-forma (migliaia di Euro)	(2.565)	(8.676)
Numero di azioni pro-forma (migliaia di azioni)	2.842	2.654
Risultato per azione (base e diluito) – in Euro	(0,9)	(3,3)

IX. Altri aspetti da considerare con riferimento all'Operazione YA/YAGP

a. Risoluzione del contratto tra Bhn Srl e YA

YA, in virtù di un contratto sottoscritto con Bhn Srl, potrebbe, a determinate condizioni, partecipare al 50% dei proventi maturati da Bhn Srl a fronte dei servizi prestati a favore della Società, ai sensi del Contratto di Consulenza. Si segnala tuttavia che, per quanto a conoscenza della Società, in data 28 settembre 2010 YA e Bhn Srl risolveranno detto accordo.

Conseguentemente ai fini della redazione del Prospetti Pro-forma, non è stata considerata la retrocessione, alla YALLC, delle commissioni che verranno percepite da parte della Bhn Srl in relazione all'Operazione.

b. Distribuzione dei dividendi

Con riferimento all'acquisizione delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, e tenuto conto del fatto che il Contratto di Acquisizione esclude le quote con diritti di voto, si precisa che il contratto stesso non prevede alcuna garanzia, a favore di Yorkville bhn relativamente alla distribuzione di dividendi, anche qualora la Società si trovasse a detenere quote di partecipazioni di maggioranza.

c. Opzione call sulle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP

L'opzione call, come descritta nella Sezione III "Breve descrizione dell'operazione", con riferimento alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, non è stata valorizzata e non è stata iscritta nei Prospetti Pro-forma. L'opzione in questione è di tipo americano, ossia, è esercitabile in qualsiasi momento della durata contrattuale. A causa di ciò il valore dell'opzione è direttamente influenzato dalle politiche di distribuzione di

di ogni esercizio lo stesso conto economico non accoglie le incentive fee quando non siamo virtualmente certe.

utili attuati dalla società (YAGP), rappresentante il sottostante del prodotto derivato. Alla data di redazione del presente documento, stante anche quanto indicato al punto b. sopra esposto, la Società è impossibilitata ad evidenziare una pur probabile remunerazione del capitale. Per tale motivazione la valorizzazione della call può essere effettuata solamente sulla base di semplificazioni il cui mancato verificarsi potrebbe portare a significative variazioni nel valore del derivato.

Allo stato attuale non appare pertanto tecnicamente possibile formulare una valutazione del valore della stessa, a causa dell'aleatorietà delle ipotesi che starebbero alla base della valutazione stessa. Si evidenzia inoltre che, in considerazione di quanto sopra esposto, un'eventuale valore di tale opzione risulterebbe, alla data di predisposizione dei Prospetti Pro-forma non materiale.

YORKVILLE

bhn

ATTENTIVE INVESTING

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA
DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA PROPOSTA DI "AUMENTO DEL
CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE, DA LIBERARSI
MEDIANTE CONFERIMENTO IN NATURA, A SERVIZIO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI
SCAMBIO VOLONTARIA AVENTE AD OGGETTO LA TOTALITÀ DELLE QUOTE DEL
FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO INVESTIETICO"**

*(Relazione redatta ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 6, del codice civile,
nonché dell'art. 70 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999,
come successivamente modificato e integrato, e in conformità all'allegato 3A, schema n. 2 del
medesimo Regolamento)*

**Assemblea straordinaria degli azionisti
23 ottobre 2010 – prima convocazione
24 ottobre 2010 – seconda convocazione
25 ottobre 2010 – terza convocazione**

YORKVILLE BHN S.P.A

SEDE LEGALE IN MILANO - VIA SOLFERINO, 7

CAPITALE SOCIALE DI EURO 9.403.099,81

REGISTRO DELLE IMPRESE DI MILANO E C.F. n. 00849720156

PARTITA IVA n. 12592030154

Signori Azionisti,

sarete chiamati in sede straordinaria a discutere e deliberare una proposta di aumento scindibile a pagamento del capitale sociale di Yorkville bhn S.p.A (la "**Società**") fino a un massimo di Euro 141.520.704 (centoquarantunomilioni cinquecentoventimila settecentoquattro virgola zero zero), tramite emissione alla pari di nuove azioni ordinarie da liberare mediante conferimenti in natura (le "**Azioni**"), con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, del codice civile (l'**Aumento di Capitale in Natura**"), a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote (le "**Quote**") del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Investietico" (il "**Fondo**"), gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A. (la "**SGR**") e quotato sul segmento Fondi Chiusi del "Mercato Telematico degli Investment Vehicles" (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("**Borsa Italiana**"), che la Società ha deliberato di promuovere (l'**Offerta**").

1. MOTIVAZIONI E DESTINAZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

1.1 Motivazioni

L'Aumento di Capitale in Natura si inserisce nel quadro di una più ampia operazione – l'Offerta appunto – di cui si riassumono qui di seguito i principali elementi:

- in data 8 settembre 2010 il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato la decisione di promuovere l'Offerta e ha altresì deliberato la convocazione dell'Assemblea Straordinaria chiamata ad approvare l'aumento del capitale sociale destinato a servizio dell'Offerta medesima;
- l'Offerta è un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria, promossa ai sensi degli artt. 102 e seguenti del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (il "TUF") e dell'art. 37 del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**"). L'Offerta consiste, in particolare, in un'offerta irrevocabile di scambio che la Società rivolge indistintamente e a parità di condizioni a tutti i soggetti possessori delle Quote del Fondo, con l'obiettivo di acquistare, al verificarsi delle condizioni sospensive cui essa è subordinata, come di seguito definite:
 - a) non meno di 6.150 (seimilacentocinquanta) Quote (il "**Numero minimo di Quote oggetto dell'Offerta**"), e
 - b) sino ad un massimo di 61.504 (sessantunomilacinquecentoquattro) Quote, pari alla totalità delle Quote del Fondo in circolazione, fermo restando che si prevede sin d'ora che non saranno verosimilmente portate in adesione all'Offerta le Quote che, in conformità alle vigenti previsioni regolamentari, la SGR è tenuta a detenere in proprio (pari al 2% del valore complessivo netto iniziale del Fondo e all'1% per la parte eccedente l'ammontare di Euro 150 milioni);
- il corrispettivo previsto per l'Offerta è costituito da Azioni ordinarie della Società di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura, aventi godimento regolare, nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti amministrativi e patrimoniali connessi alle azioni della Società già in circolazione. La Società riconoscerà, in particolare, a ciascun aderente all'Offerta – a seguito del raggruppamento delle azioni ordinarie in circolazione sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria del 23, 24 e 25 ottobre 2010 rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione – n. 300 (trecento) Azioni per ogni Quota portata in adesione all'Offerta. L'Offerta ha ad oggetto massime n. 61.504 (sessantunomilacinquecentoquattro) Quote e pertanto, in caso di integrale adesione all'Offerta, la Società – subordinatamente all'approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria del raggruppamento delle azioni attualmente in circolazione e dell'Aumento di Capitale in Natura a servizio dell'Offerta – emetterà alla pari massime n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantaquattro) Azioni ad un prezzo unitario pari ad Euro 7,67 (sette virgola sessantasette);
- l'efficacia dell'Offerta è espressamente subordinata al verificarsi di ciascuno dei seguenti eventi (ciascuno di essi la "**Condizione Sospensiva**" e, congiuntamente, le "**Condizioni Sospensive**"):
 - che le adesioni abbiano ad oggetto una soglia minima pari al Numero minimo di Quote oggetto dell'Offerta;
 - la mancata effettuazione, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, da parte della

SGR o degli organi del Fondo, di atti od operazioni che possano contrastare l'Offerta ovvero il conseguimento degli obiettivi della medesima;

- il mancato verificarsi, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, di eventi o situazioni pregiudizievoli riguardanti la situazione patrimoniale, economica, finanziaria, fiscale, normativa, societaria o giudiziaria della Società, rispetto alla situazione risultante dagli ultimi dati finanziari disponibili alla data del 30 giugno 2010, tali da pregiudicare in modo sostanziale l'esito dell'Offerta;
 - il mancato verificarsi, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, a livello nazionale o internazionale, di eventi comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione patrimoniale e finanziaria del Fondo come riflessa nella relazione semestrale al 30 giugno 2010;
 - il mancato verificarsi, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, di modifiche (o proposte di modifiche normative ufficialmente emesse dal Parlamento o dal Governo italiano) rispetto all'attuale quadro normativo o regolamentare, tali da limitare o comunque pregiudicare – anche in ragione della disciplina fiscale applicabile – l'acquisto delle Quote e/o l'esercizio del diritto di proprietà e/o l'esercizio dei diritti di voto e/o degli altri diritti inerenti alle Quote da parte della Società;
- la Società potrà rinunciare – in qualsiasi momento e a suo insindacabile giudizio – in tutto o in parte, ove possibile ai sensi di legge, a ciascuna delle Condizioni Sospensive;
 - la durata dell'Offerta sarà concordata con Borsa Italiana, in conformità alle disposizioni di legge e regolamento applicabili. Si prevede, in ogni caso, che l'Offerta possa concludersi entro la prima decade del mese di dicembre;
 - quanto alle finalità dell'Offerta, si rappresenta che la stessa costituisce per la Società una modalità di attuazione della complessiva strategia volta alla costruzione di un portafoglio di investimenti diversificato in settori con profili di rischio/rendimento fra loro poco correlati, attraverso l'acquisizione di attività finanziarie con un sottostante immobiliare gestito professionalmente da un intermediario abilitato, idonee a generare flussi di cassa e con aspettative di rivalutazione nel medio termine, nonché un'opportunità di conseguimento di una base azionaria sempre più ampia e diffusa.

1.2 Destinazione dell'Aumento di Capitale in Natura e ragioni del conferimento

L'Aumento di Capitale in Natura che l'Assemblea è chiamata a deliberare costituisce presupposto imprescindibile per l'avvio dell'Offerta, il cui positivo perfezionamento consentirebbe alla Società di avanzare significativamente nell'attuazione delle proprie strategie di sviluppo in termini dimensionali,

di diversificazione del portafoglio e di approvvigionamento di risorse destinabili, nel medio periodo, ad ulteriori iniziative di investimento.

I beni oggetto del conferimento in natura sono rappresentati dalle Quote del Fondo. "Investietico" è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso ordinario non riservato a investitori qualificati, istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 29 giugno 2000, il cui regolamento di gestione è stato approvato dalla Banca d'Italia in data 14 novembre 2000. L'attività di gestione del Fondo è stata avviata il 1° marzo 2002. Borsa Italiana ha disposto, con provvedimento n. 3644 del 4 ottobre 2004, l'ammissione delle Quote del Fondo alla negoziazione sul "Mercato Telematico Azionario" (MTA), segmento MTF – classe 2, a far data dal 1° novembre 2004. Attualmente, il Fondo è quotato sul segmento Fondi Chiusi del "Mercato Telematico degli Investment Vehicles" (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana. La durata del Fondo è fissata in 10 anni, con scadenza al 31 dicembre del decimo anno successivo alla data di chiusura del periodo di richiamo degli impegni (i.e. 31 dicembre 2012). La SGR ha la facoltà – nell'interesse dei partecipanti – di prorogare la durata del Fondo sino ad ulteriori 3 anni con deliberazione da assumere almeno un anno prima della data di scadenza, mediante modifica del regolamento di gestione. La SGR ha, inoltre, la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia, alla scadenza del Fondo o della relativa proroga, un periodo di grazia di durata non superiore a 3 anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti. Il patrimonio del Fondo deve essere investito prevalentemente nella proprietà di immobili, in diritti reali di godimento, nonché in partecipazioni in società immobiliari, e può inoltre essere investito – in misura residuale e comunque non superiore ad un terzo del valore complessivo – in strumenti finanziari, parti di OICR, depositi bancari, crediti e titoli rappresentativi di crediti, strumenti finanziari derivati, nonché in liquidità per esigenze di tesoreria. La selezione degli investimenti è ispirata a principi etici con riguardo alla natura e alla destinazione degli stessi. Il Fondo investe, in particolare, in (i) beni immobili e/o diritti reali di godimento su beni immobili, preferibilmente destinati o da destinarsi ad attività ad elevato contenuto etico, ad utilizzo terziario sia direzionale che commerciale, aventi redditività attuale e prospettica significativa e suscettibili, nel medio periodo, di apprezzamento in termini reali o comunque in linea con i mercati di riferimento, nonché in (ii) partecipazioni in società immobiliari che risultino proprietarie di immobili aventi caratteristiche omogenee a quelle sopra descritte. Il Fondo si caratterizza come fondo a distribuzione dei proventi.

Per effetto del conferimento delle Quote del Fondo al patrimonio della Società, la stessa realizzerebbe in primo luogo l'obiettivo di partecipare ad uno strumento di investimento particolarmente interessante non solo per i potenziali rendimenti generati, bensì soprattutto per il valore delle attività immobiliari sottostanti e le relative prospettive di apprezzamento – anche in considerazione della liquidazione del Fondo, prevista per il 2012 (salvo il caso di proroga del termine di durata o di concessione del periodo di grazia) – nonché per lo stato locativo degli immobili in portafoglio, tale da assicurare un livello di rischio contenuto e una erogazione costante di ricavi. Il Consiglio di Amministrazione della Società reputa che, nonostante i mercati non siano ancora del tutto stabilizzati dopo la crisi degli anni 2008-2009, il settore immobiliare possa comunque offrire ritorni interessanti e che la partecipazione ad un veicolo di gestione del risparmio come il Fondo costituisca un approccio prudentiale all'investimento in tale settore.

Allo stesso tempo, in funzione del grado di adesione all'Offerta, la realizzazione dell'operazione di Aumento di Capitale in Natura determinerebbe un sostanziale ampliamento e una sensibile diversificazione della compagine societaria, nonché un aumento della capitalizzazione di mercato e della liquidità di borsa dei titoli della Società.

Per completezza si evidenzia che il buon esito dell'Offerta e la conseguente esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura è condizione di efficacia per il perfezionamento dell'acquisizione, mediante conferimento in natura alla Società, dell'iniziale 5% (cinque per cento) del totale delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors LLC e di una particolare categoria di quote di partecipazione recanti solo diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP LLC, dettagliatamente illustrata nell'apposita relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 6, del cod. civ.,

e dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, alla quale si rinvia. In proposito, si rammenta che è altresì prevista contrattualmente la possibile ulteriore acquisizione graduale del restante 95% (novantacinque per cento) del totale delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors LLC e delle quote con diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP LLC, attraverso l'esercizio da parte di Yorkville di un diritto di opzione di acquisto in più *tranche* sino al 1 dicembre 2013, a fronte di un corrispettivo in denaro o, alternativamente, in natura attraverso l'attribuzione di azioni di nuova emissione. Yorkville Advisors LLC e Yorkville Advisors GP LLC sono attive nella gestione degli investimenti effettuati dai fondi YA Global Investments, specializzati nell'offrire liquidità a società quotate tramite la sottoscrizione di SEDA (*Stand-by Equity Distribution Agreement*) e obbligazioni convertibili. I ricavi delle due società sono in larga misura originati da commissioni di strutturazione e da commissioni maturate sui rendimenti dei fondi gestiti, provenienti prevalentemente da margini contrattualmente determinati, limitando quindi i rischi di mercato direzionali. Obiettivo di tale operazione è acquisire un'attività capace di generare immediatamente flussi di cassa stabili e positivi da destinare allo sviluppo di nuove operazioni future anche in settori alternativi a quello finanziario.

In conseguenza delle menzionate operazioni, la Società potrà ampliare la propria operatività ai comparti immobiliare e finanziario, che si affiancheranno a quello industriale, in cui la Società è già attiva.

Alla luce di quanto precede, le principali ragioni che hanno indotto il Consiglio di Amministrazione della Società a valutare positivamente l'esecuzione dell'Aumento di capitale in Natura, con la conseguente esclusione del diritto di opzione, possono dunque essere sintetizzate come segue:

- acquisizione di attività finanziarie con sottostante immobiliare gestito professionalmente, idonee a generare flussi di cassa nel breve periodo, con possibilità di rivalutazione nel medio termine, anche in vista della liquidazione del Fondo;
- perseguimento della strategia di costruzione di un portafoglio di investimenti diversificato in settori fra loro poco correlati;
- ampliamento e diversificazione delle proprie fonti di finanziamento potenziali;
- ampliamento e diversificazione della compagine sociale, con conseguente aumento del flottante ed incremento della capitalizzazione di borsa;
- maggiore appetibilità della Società per gli investitori istituzionali e – nel caso di operazioni basate su scambi di quote azionarie – per le controparti industriali, in ragione della maggiore patrimonializzazione, capitalizzazione e liquidità, nonché della complessiva diversificazione del rischio e dell'ampliamento del perimetro di portafoglio.

Da ultimo, si rammenta che, in virtù del contratto di consulenza stipulato dalla Società con bhn S.r.l. e del contratto di cointeressenza concluso tra quest'ultima e Yorkville Advisors LLC, le suddette società beneficeranno di talune commissioni in conseguenza del perfezionamento dell'operazione.

2. RIFLESSI DELL'OPERAZIONE SUI PROGRAMMI GESTIONALI DELLA SOCIETÀ

Il Consiglio di Amministrazione della Società ritiene che le Quote del Fondo rappresentino una opportunità di investimento molto interessante ed intende, pertanto, mantenerle in portafoglio in via diretta ovvero – ove se ne presentasse l'opportunità – anche in via indiretta, mediante il relativo conferimento in un veicolo immobiliare.

La qualità complessiva del portafoglio immobiliare del Fondo e l'assetto contrattuale di numerosi immobili di pertinenza dello stesso, da una parte, la situazione e le prospettive di specifici comparti del mercato immobiliare, dall'altra, fanno ritenere al Consiglio di Amministrazione della Società che i proventi derivanti dalla gestione del Fondo o dalla relativa liquidazione possano costituire una fonte di risorse idonee a sostenere la realizzazione di altri progetti societari.

In proposito, nonostante sussistano ancora condizioni di incertezza, il Consiglio di Amministrazione ritiene che nel medio periodo si possano evidenziare segnali di ripresa per il mercato immobiliare. Permangono, invece, elementi di difficoltà nel mercato finanziario – tra cui, in particolare, una durevole contrazione del credito – che possono limitare le opportunità di valorizzazione degli *asset* immobiliari, per l'effetto combinato della mancanza di risorse e di un mercato delle dismissioni asfittico o, comunque, non continuo, che dilata i tempi di realizzo dell'investimento. Recentemente si è aggiunto, peraltro, un quadro normativo e fiscale in evoluzione, che potrebbe incidere sul regime dei fondi immobiliari chiusi. Anche il mercato borsistico ha evidenziato negli ultimi due anni particolari turbolenze, che hanno, nei fatti, limitato molti progetti immobiliari, ponendo a rischio talune società operanti nel settore. I fondi immobiliari chiusi hanno, tuttavia, resistito meglio rispetto ad altre entità immobiliari, pur pagando, in media e in modo duraturo, un forte sconto delle quotazioni rispetto al valore intrinseco degli attivi (al netto delle passività finanziarie). Peraltro, i fondi immobiliari italiani quotati sono caratterizzati da un limitato flottante e da mercati rarefatti, che possono limitare la significatività dei prezzi che si formano attraverso l'interazione di domanda ed offerta e portare alla determinazione di quotazioni di borsa non allineate con il valore patrimoniale del fondo.

Nonostante ciò, il Consiglio di Amministrazione reputa che il segmento delle RSA (residenze sanitarie assistenziali), che costituisce una quota importante e redditizia del portafoglio del Fondo, sia nel medio termine una buona opportunità di investimento, per la crescente domanda di servizi assistenziali (specialmente quelli afferenti la popolazione anziana) e la sempre maggiore presenza di investitori professionali interessati a questo mercato. Il Consiglio di Amministrazione ritiene che il Fondo venga gestito adeguatamente per poter trarre profitto da questa contingenza.

La Società ritiene che l'attuale struttura di gestione del Fondo persegua correttamente l'obiettivo della massimizzazione del valore degli immobili in portafoglio. Salve in ogni caso le proprie prerogative di quotista, ai sensi della normativa vigente e del regolamento del Fondo, in caso di buon esito dell'Offerta, la Società non intende allo stato interferire con l'attività della SGR, e si limiterà a monitorare nel continuo che l'obiettivo di cui sopra venga conseguito. Successivamente al perfezionamento dell'Offerta, il Consiglio di Amministrazione della Società prevede di dedicare talune risorse interne al monitoraggio degli investimenti immobiliari del Fondo, al fine di verificare l'adeguatezza dell'implementazione delle strategie di creazione di valore per i quotisti, specialmente nella fase di liquidazione degli attivi.

3. PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI E RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE

3.1 Il criterio di determinazione del prezzo e del rapporto di assegnazione

Preliminarmente all'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, la Società intende procedere al raggruppamento delle azioni ordinarie attualmente in circolazione, allo scopo di semplificare la gestione amministrativa del titolo azionario, nonché di favorire la liquidità e gli scambi sul mercato borsistico. In particolare, l'operazione, deliberata dal Consiglio di Amministrazione in data 8 settembre 2010 e sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria contestualmente all'operazione oggetto della presente relazione, prevede il raggruppamento delle n. 97.988.328 (novantasettemilioni

novecentoottantottomila trecentoventotto) azioni ad oggi in circolazione nel rapporto di n. 1 (una) nuova azione ordinaria per ogni n. 100 (cento) vecchie azioni ordinarie, previo annullamento (senza rimborso) di n. 28 (ventotto) azioni ordinarie al fine di consentire l'esatta ripartizione del capitale sociale in funzione del predetto rapporto di raggruppamento. Pertanto, a seguito di tale raggruppamento, il capitale sociale della Società sarebbe rappresentato da n. 979.883 (novecentosettantanovemila ottocentoottantatre) azioni ordinarie, prive di valore nominale.

Il prezzo unitario di emissione delle Azioni è stato determinato, assumendo l'avvenuto perfezionamento della sopra citata operazione di raggruppamento delle azioni attualmente in circolazione, in Euro 7,67 (sette virgola sessantasette).

Il Consiglio di Amministrazione, nel determinare i termini del conferimento delle Quote del Fondo ha adottato le opportune procedure volte a tutelare l'integrità del capitale sociale della Società e l'interesse degli azionisti a fronte dell'esclusione del loro diritto d'opzione. Nella determinazione del prezzo unitario di emissione, il Consiglio di Amministrazione della Società ha tenuto conto, tra l'altro, delle condizioni di mercato e del recente andamento dei corsi di borsa del titolo Yorkville Bhn.

Il Consiglio di Amministrazione della Società si è inoltre avvalso delle valutazioni elaborate dal proprio *advisor* finanziario Kon S.p.A., il quale ha impiegato, fra una pluralità di metodi, quelli ritenuti più appropriati in considerazione delle peculiarità della Società.

Il criterio di determinazione del prezzo a tal fine adottato è basato sull'analisi dei profili di rischio inerenti le singole partecipazioni detenute dalla Società. Sulla base di tali analisi, è stato determinato il valore attribuibile alle singole partecipazioni utilizzando diverse metodologie di valutazione, quali il modello *Discounted Cash Flow* (DCF) e la valorizzazione tramite metodo diretto di determinazione e/o costo di acquisto.

Nel caso di specie, il valore del capitale economico della Società è stato determinato sulla base del criterio della somma delle parti, al netto dei costi di gestione della Società.

Il valore corrente teorico delle partecipate RPX Ambiente S.r.l. e AQ Tech S.p.A., elemento fondamentale per rilevare le eventuali minus/plusvalenze nelle partecipazioni delle società, è determinato come segue:

- RPX Ambiente: *Discounted Cash Flow* ("DCF");
- AQ Tech: metodo dell'investimento diretto o costo di acquisto.

Il valore dei costi di gestione della Società è stato calcolato sulla base dei costi desumibili dai bilanci separati storici (2008-2009) e dei valori previsionali (2010-2012).

3.1.1 Rpx Ambiente

Il valore di RPX Ambiente è determinato tramite il *Discounted Cash Flow Model*, che prevede che il valore corrente teorico di un'azienda venga calcolato come valore attuale dei flussi di cassa prospettici (determinati sulla base dei piani economico patrimoniali 2010-2014 regolarmente approvati dal Consiglio di Amministrazione di RPX Ambiente S.r.l.) dell'entità in esame. Nel caso di specie, si è scelto per l'attualizzazione dei flussi di cassa di natura operativa, nettati della componente fiscale calcolata sul reddito operativo.

A tali flussi è stato sommato il valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo medio 2011-2014 (*Terminal Value*), ridotto delle relative imposte di competenza.

Da tale attualizzazione è stato ottenuto l'*Enterprise Value* della RPX Ambiente, al quale è stata sommata algebricamente la posizione finanziaria netta alla data del 30 giugno 2010.

Il tasso di attualizzazione è stato calcolato in modo da rappresentare sia la rischiosità dell'investimento nel capitale di rischio della società oggetto dell'analisi, sia le ridotte dimensioni della stessa e la limitata liquidabilità dell'investimento.

Nel corso degli anni la stessa RPX è stata più volte soggetta a fermi produttivi dovuti a guasti negli impianti di produzione, che hanno portato a disattendere parte delle previsioni economico patrimoniali costruite negli anni precedenti. Alla luce di ciò, nell'ultimo semestre e per i mesi futuri, sono stati effettuati/programmati investimenti atti alla riduzione di tali problematiche e volti ad aumentare la capacità produttiva. Pur essendo stata completata la prima fase di tali programmi e pur essendo stati raggiunti gli obiettivi industriali previsti, si è deciso di tenere conto nella valutazione del manifestarsi di eventuali ulteriori problemi tecnico industriali, che potrebbero incidere sul valore di RPX Ambiente, adeguando coerentemente il tasso di attualizzazione.

Alla luce di ciò, il tasso di attualizzazione (WACC) è pari a 10,5%.

Considerando, quindi, che dai flussi attuali calcolati sulla base del piano economico patrimoniale 2010-2014 emerge un valore attuale degli stessi pari a Euro 5.008.000 (cinquemilioni ottomila), che il *Terminal Value* così come definito in precedenza è pari a Euro 9.915.000 (novemilioni novecentoquindicimila) e considerando che la Posizione Finanziaria Netta al 30 giugno 2010 (nella quale sono stati considerati anche i debiti commerciali scaduti e/o riscadenziati verso fornitori e fisco) è pari a Euro 7.558.000 (settemilioni cinquecentocinquattomila), il valore del capitale economico di RPX Ambiente risulta essere pari a Euro 7.366.000 (settemilioni trecentosessantaseimila).

3.1.2 AQ Tech

Il valore del capitale economico di AQ Tech S.p.A. è stato confermato pari al valore risultante dal bilancio separato al 30 giugno 2010.

Il valore corrente teorico della partecipazione di Yorkville Bhn S.p.A. nel capitale di AQ Tech S.p.A. è circa Euro 2.544.000 (duemilioni cinquecentoquarantaquattromila), pari al valore iscritto nel bilancio separato della Società.

3.1.3 Costi di gestione della Società

I costi di gestione della Società sono calcolati come valore medio dei risultati storici 2008-2009 e prospettici 2010-2012, depurando i valori del 2010 dai costi sostenuti per le operazioni straordinarie in atto.

I costi così determinati sono pari a Euro 2.900.000 (duemilioni novecentomila).

3.1.4 Yorkville bhn S.p.A.

Considerando che:

- il valore corrente teorico della partecipazione in RPX Ambiente S.r.l. è pari a Euro 7.366.000 (settemilioni trecentosessantaseimila);

- il valore corrente teorico della partecipazione in AQ Tech S.p.A. è pari a Euro 2.544.000 (duemilioni cinquecentoquarantaquattromila);
- i costi di gestione della Società sono pari a Euro 2.900.000 (duemilioni novecentomila);

di seguito è rappresentato il valore corrente teorico del capitale economico della Società:

EQUITY VALUE €/000	+	+	=
	ACTUAL	RETIFICHE	ADJ
Capitale sociale	7.703	---	= 7.703
Riserva Sovraprezzo Azioni	48	---	= 48
Altre Riserve	(170)	---	= (170)
Rettifiche	---	(290)	= (290)
+/- Plus/ Minus Valore REX	---	(290)	= (290)
+/- Plus/ Minus Valore AQ Tech	---	---	= ---
+/- Plus/ Minus CALL OPTION YAYA GP	---	---	= ---
Rettifiche Costi di gestione	---	(2.900)	= (2.900)
Rettifiche Imposte Figurative	---	---	= ---
Esercizi precedenti a nuovo	---	---	= ---
Risultato di esercizio	(1.533)	1.553	= ---
TOTALE VALORE CORRENTE EQUITY	6.028	(1.637)	= 4.392

Il valore del capitale economico della Società alla data del 30 giugno 2010 risulta essere pari a Euro 4.392.000 (quattromilioni trecentonovantaduemila).

È necessario tenere conto che, in data successiva al 29 luglio 2010, si è concluso un aumento di capitale per Euro 1.700.000 (unmilione settecentomila), di cui il Consiglio di Amministrazione ritiene di dover tenere conto ai fini della determinazione del valore della Società al momento del lancio dell'Offerta. Preme infine segnalare che esistono dei valori potenziali inespressi nel gruppo Yorkville che, pur non essendo suscettibili di autonoma e immediata valorizzazione, devono essere tenuti in adeguata considerazione, poiché già rappresentati nei corsi di borsa del titolo, in particolare:

- regolarizzazione/stabilizzazione del processo produttivo di RPX Ambiente a seguito degli investimenti effettuati;
- conclusione di trattative in atto con primarie società farmaceutiche internazionali per le molecole attualmente sviluppate da Sigea S.r.l., società controllata da AQ Tech S.p.A..

Il Consiglio di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni dell'art. 2441 del cod. civ., non può comunque non fare riferimento alle quotazioni di borsa delle azioni Yorkville bhn. Il valore risultante dalla media ponderata (per i volumi giornalieri) delle capitalizzazioni del titolo dal 1 marzo al 1 settembre 2010, è pari a Euro 8.810.000 (ottomilioniottocentodiecimila).

Considerato che:

- il valore della Società derivante dall'utilizzo delle metodologie di calcolo puntuali è pari a Euro 4.392.000 (quattromilioni trecentonovantaduemila) e, tenuto conto dell'aumento di capitale perfezionatosi in data 29 luglio 2010, pari ad Euro 6.092.000 (seimilioni novantaduemila);

- che la capitalizzazione di borsa del titolo Yorkville bhn, calcolata come media ponderata a sei mesi, è pari a Euro 8.810.000 (ottomilioni ottocentodiecimila);

il valore della Società derivante dalla media semplice tra le due metodologie è pari a Euro 7.451.000 (settemilioni quattrocentocinquantunomila) che, arrotondato a Euro 7.500.000 (settemilioni cinquecentomila), corrisponde ad un valore per azione di Euro 7,65 (sette virgola sessantacinque). Il prezzo unitario di emissione delle nuove Azioni, determinato in Euro 7,67 (sette virgola sessantasette), è pertanto in linea con tale valore.

Ai fini della determinazione del rapporto di assegnazione, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di avvalersi di criteri idonei a riflettere gli elementi caratteristici delle entità coinvolte nell'ambito dell'operazione (una società *holding* di limitata capitalizzazione e un fondo immobiliare chiuso di medie dimensioni), nonché gli elementi caratteristici dell'operazione (scambio di azioni di nuova emissione con quote di partecipazione ad un fondo immobiliare). Le valutazioni che risultano dall'utilizzo di tali criteri sono esclusivamente finalizzate ad esprimere una stima comparativa dei valori della Società e del Fondo e devono essere prese in considerazione unicamente in termini relativi, ai fini e nell'ambito della specifica operazione in oggetto. I valori attribuiti alla Società e al Fondo, pertanto, devono essere interpretati esclusivamente in funzione ed a supporto della determinazione del rapporto di assegnazione. I criteri utilizzati, seppur metodologicamente idonei ad offrire una valutazione, nell'ambito di una complessa operazione come quella proposta, si devono intendere come aspetti della valutazione complementari, non disgiungibili e da utilizzarsi esclusivamente nel loro complesso.

Coerentemente con le premesse evidenziate e le analisi effettuate secondo i criteri dianzi descritti e tenuto conto del valore unitario attribuito alle Quote del Fondo – come meglio specificato al successivo paragrafo 4 della presente relazione – pari ad Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero), nonché del prezzo di emissione delle nuove Azioni della Società, pari a Euro 7,67 (sette virgola sessantasette), si è pervenuti a determinare il seguente rapporto di assegnazione:

n. 300 (trecento) Azioni per ogni Quota portata in adesione all'Offerta.

3.2 Considerazioni in merito all'adeguatezza e congruità del criterio proposto

Con riferimento al criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove Azioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene che le metodologie sopra esposte tengano in adeguato conto il livello di patrimonializzazione della Società, nonché l'andamento delle quotazioni di borsa del titolo dell'ultimo semestre, in linea con quanto stabilito dall'art. 2441, comma 6, del cod. civ..

Per tali ragioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il prezzo di emissione delle nuove Azioni sia congruo.

È, in ogni caso fatta salva la verifica della congruità del prezzo di emissione delle nuove Azioni che dovrà essere compiuta da PricewaterhouseCoopers S.p.A. ai sensi degli artt. 2441, comma 6, del cod.civ. e 158 del TUF.

4. VALORE ATTRIBUITO AI BENI OGGETTO DEL CONFERIMENTO IN NATURA

4.1 I criteri di determinazione del valore attribuito ai beni oggetto del conferimento in natura

Il valore attribuito alle Quote del Fondo è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società utilizzando parametri valutativi ritenuti adeguati ad esprimere il valore fondamentale del Fondo e degli attivi immobiliari presenti nel relativo portafoglio, nonché a riflettere i prezzi medi di mercato

relativi a diversi intervalli temporali. In particolare, sono stati utilizzati i seguenti metodi di valutazione:

- 1) analisi del Valore Complessivo Netto del Fondo (c.d. "NAV" o "Net Asset Value");
- 2) analisi delle quotazioni di mercato;
- 3) analisi dei premi corrisposti agli aderenti nel contesto di altre offerte pubbliche realizzate in Italia su fondi immobiliari chiusi.

Ad integrazione dei metodi sopra citati, quali ulteriori metodi di controllo e di comparazione dell'Offerta rispetto ad investimenti alternativi, sono stati considerati anche:

- il rendimento (in termini di IRR) conseguibile dal titolare delle Quote attraverso la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Natura, in adesione all'Offerta;
- il rapporto tra il prezzo di mercato e il risultato netto per quota (P/E).

Analisi del Valore Complessivo Netto del Fondo

Il Valore Complessivo Netto del Fondo al 31 dicembre 2009, data dell'ultimo rendiconto annuale approvato, è pari a circa Euro 179,2 (centosettantanove virgola due) milioni, equivalente ad un valore unitario della Quota di Euro 2.913,48 (duemilanovecentotredici virgola quarantotto).

Al 30 giugno 2010, data cui si riferisce la più recente relazione semestrale pubblicata, il Valore Complessivo Netto ammonta ad Euro 175,4 (centosettantacinque virgola quattro) milioni, pari ad un valore unitario della Quota di Euro 2.852,37 (duemilaottocentocinquantadue virgola trentasette).

Tale valore unitario – al lordo dei proventi distribuiti il 25 marzo 2010, pari ad un importo di Euro 164 (centosessantaquattro) per ciascuna Quota – corrisponde ad un incremento del 3,53% (tre virgola cinquantatre) rispetto al valore unitario delle Quote al 31 dicembre 2009.

Alla data del 30 giugno 2010, il totale delle attività del Fondo ammonta a Euro 245.552.636 (duecentoquarantacinquemilioni cinquecentocinquantaduemila seicentotrentasei) ed è composto per il 96,02% (novantasei virgola zero due) da immobili, per il 3,27% (tre virgola ventisette) da liquidità e per il restante 0,71% (zero virgola settantuno) da altre attività. Alla medesima data, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti nominati dalla SGR, gli immobili facenti parte del portafoglio immobiliare del Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 235,8 (duecentotrentacinque virgola otto) milioni. Rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2009, il valore degli immobili in portafoglio registra un incremento pari allo 0,34% (zero virgola trentaquattro).

Il Valore Complessivo Netto del Fondo esprime la valutazione del patrimonio del Fondo, intesa come differenza tra il valore delle relative attività e passività, determinato sulla base dei criteri di valutazione stabiliti dalla Banca d'Italia.

A tal fine, per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio di un fondo immobiliare, le società di gestione del risparmio sono tenute ad avvalersi della stima effettuata da esperti indipendenti. In proposito, è frequente che la stima del valore di un bene immobile da parte di un investitore possa differire dalla stima indipendente del medesimo bene preparata da un perito. Il risultato della valutazione dipende, infatti, da una serie di ipotesi, tra le quali la più rilevante è la stima dell'evoluzione del mercato immobiliare. Tra le menzionate ipotesi assumono inoltre rilievo il piano di investimento e ristrutturazione e la definizione del più appropriato tasso di

attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione e dalla cessione degli immobili oggetto di valutazione.

Il Consiglio di Amministrazione della Società non ha a propria disposizione informazioni dettagliate relativamente agli immobili di pertinenza del Fondo, né è a conoscenza delle assunzioni, ipotesi e aspettative sottostanti alla valutazione degli immobili medesimi compiuta dagli esperti indipendenti nominati dalla SGR. Conseguentemente, nello stimare il Valore Complessivo Netto del Fondo, la Società può fare affidamento solo su informazioni pubblicamente disponibili.

Pur tuttavia, il NAV del Fondo costituisce l'indicatore maggiormente rappresentativo del valore attribuito alle Quote, specialmente se il procedimento di ricostruzione di tale stima è svolto secondo metodi affidabili, ampiamente condivisi dal mercato, che prevedono, fra l'altro, l'utilizzo di metodi multipli di controllo per validare i risultati.

Per questo motivo, il Consiglio di Amministrazione della Società fonda la propria valutazione delle Quote assumendo, quali principali indicatori, le relazioni di stima predisposte dagli esperti nominati dalla SGR ai fini della determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare del Fondo alla data del 31 dicembre 2009 e del 30 giugno 2010.

La Società non è tuttavia a conoscenza delle metodologie e dei principi valutativi adottati in sede di stima da parte del perito, né ha avuto accesso a ulteriori informazioni che integrano le valutazioni di mercato delle attività immobiliari del Fondo, specifiche di ogni immobile.

La Società non ha, quindi, potuto verificare, tramite adeguate procedure di *due diligence*, l'eventuale presenza di vincoli contenuti in atti di acquisto, atti concessori e licenze edilizie, convenzioni urbanistiche, atti d'obbligo unilaterali, contratti con pubbliche amministrazioni, conformità di destinazione urbanistica, certificati di agibilità, servitù, pesi o gravami che possano limitare il libero uso degli *asset* e conseguentemente deprimerne il valore; inoltre, si assume che la documentazione tecnico-amministrativa (quale, per esempio, documentazione edilizio-urbanistica, catastale, impiantistica, pratiche di prevenzione) sia completa e aggiornata. Si assume, infine, che gli immobili di pertinenza del Fondo (inclusi suolo, sottosuolo e soprasuolo) siano stati, ove necessario, bonificati e che quindi non vi siano passività ambientali.

Considerando che le Quote sono negoziate sul segmento Fondi Chiusi del "Mercato Telematico degli Investment Vehicles" (MIV), è altresì opportuno analizzare il livello di significatività dei prezzi registrati dal Fondo su tale mercato. Stante quanto sopra, nella determinazione del valore da attribuire alle Quote, si è proceduto all'analisi:

- (i) dello sconto che emerge dal confronto tra i prezzi di borsa e il valore unitario delle quote, in relazione alla pluralità dei fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili per composizione del patrimonio con il Fondo (Tabelle 1 e 2, Grafico 1);
- (ii) dello sconto evidenziato dal confronto tra l'andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo ed il valore unitario delle stesse risultante dai rendiconti del Fondo periodicamente pubblicati a partire dalla data di istituzione (Grafico 2).

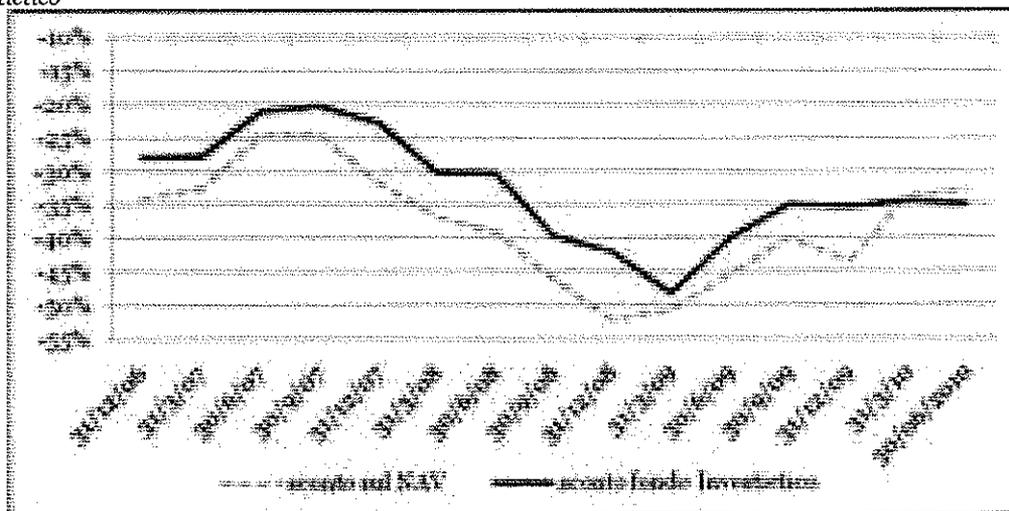
TABELLA 1: andamento trimestrale dello sconto dei fondi immobiliari chiusi italiani tra dicembre 2008 e giugno 2010

premio/- sconto su NAV	30/06/2010	31/3/10	31/12/09	30/9/09	30/6/09	31/3/09	31/12/08	premio/sconto medio
Delta Immobiliare	-61,6%	-58,8%	-58,3%					-59,6%
Europa Imm 1	-56,4%	-53,7%	-58,0%	-50,8%	-49,8%	-61,1%	-58,2%	-55,4%
Amundi Re Europa	-53,6%	-49,5%	-53,6%	-48,9%	-50,2%	-61,7%	-58,6%	-53,7%
Obelisco	-52,6%	-50,1%	-52,8%	-53,2%	-56,1%	-62,5%	-61,0%	-55,5%
Amundi Re Italia	-47,9%	-50,1%	-53,0%	-51,2%	-52,0%	-58,2%	-57,0%	-52,8%
Invest Real Sec	-46,5%	-49,0%	-49,4%	-50,3%	-53,4%	-61,3%	-55,9%	-52,3%
Unicredit Imm Uno	-45,2%	-47,0%	-46,3%	-45,2%	-53,3%	-61,1%	-58,0%	-50,9%
Olinda	-44,7%	-44,5%	-53,4%	-53,8%	-58,2%	-64,5%	-59,7%	-54,1%
Alpha Imm *	-41,2%	-38,2%	-39,0%	-36,2%	-49,9%	-51,2%	-48,5%	-43,4%
Polis	-40,1%	-39,5%	-44,8%	-41,3%	-47,1%	-53,3%	-57,2%	-46,2%
Bnl Portfolio Imm	-35,2%	-35,3%	-33,3%	-33,1%	-30,1%	-46,4%	-49,3%	-37,5%
Valore Imm Global	-32,9%	-28,1%	-27,8%	-29,9%	-31,0%	-38,2%	-36,5%	-32,1%
Investietico	-32,9%	-33,8%	-43,5%	-40,1%	-45,5%	-50,7%	-52,2%	-42,7%
Atlantic 1	-32,5%	-34,3%	-35,8%	-39,7%	-43,9%	-56,3%	-54,9%	-42,5%
Immobiliatum 2001	-31,6%	-22,9%	-19,1%	-18,0%	-23,6%	-26,0%	-20,3%	-23,1%
Securfondo	-27,7%	-31,2%	-32,9%	-37,1%	-30,4%	-43,5%	-33,9%	-33,8%
Atlantic 2	-27,0%	-30,7%	-20,8%	-26,1%	-27,8%	-47,8%	-38,6%	-31,3%
Estense Distrib	-24,2%	-26,0%	-24,0%	-19,4%	-21,5%	-31,5%	-17,8%	-23,5%
Caravaggio	-23,8%	-26,9%	-25,1%	-41,2%	-36,5%	-39,6%	-16,2%	-29,9%
Tecla	-23,9%	-27,9%	-28,4%	-27,8%	-35,6%	-40,4%	-36,3%	-31,5%
Piramide Globale	-19,5%	-17,9%	-18,5%	-15,9%	-24,0%	-34,3%	-14,4%	-20,7%
Beta	-4,0%	5,8%	6,7%	-6,8%	-20,5%	-24,3%	-0,2%	-6,2%
Risparmio Immobiliare Uno Energia	-1,0%	-2,1%	-2,0%	-5,4%				-2,6%
premio/sconto medio	-35,0%	-34,4%	-35,4%	-35,1%	-40,0%	-48,3%	-42,1%	-38,3%

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana, elaborazioni della Società

Dall'esame della Tabella 1 emerge con chiarezza che la quotazione di borsa dei fondi immobiliari incorpora in maniera permanente uno sconto rispetto al NAV. In tale contesto, il Fondo, pur risultando sostanzialmente in linea con il resto del mercato, negli ultimi 5 semestri ha presentato un sconto medio di circa il 43%, con una progressiva riduzione di tale differenza, specialmente nell'ultimo anno.

GRAFICO 1: confronto tra sconto medio dei fondi immobiliari quotati alla fine di ogni trimestre dal 31/12/2006 - sconto Fondo Investietico



Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

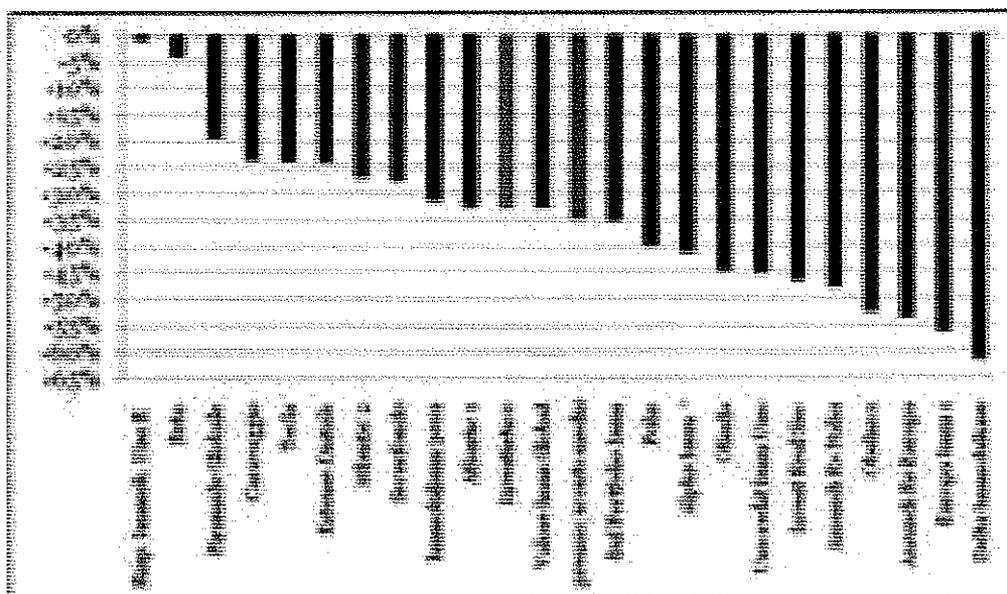
TABELLA 2: confronto tra valore unitario delle quote e prezzo di mercato relativo a fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili con il Fondo (prevalente destinazione d'uso, uffici)

ATTENTIVE INVESTING

premio/- sconto su NAV	destinazione d'uso prevalente-uffici	30/06/2010	31/3/10	31/12/09	30/9/09	30/6/09	31/3/09	31/12/08	premio/sconto medio
Olinda	87,5%	-44,7%	-44,5%	-53,4%	-53,8%	-58,2%	-64,5%	-59,7%	-54,1%
Obelisco	49,3%	-52,6%	-50,1%	-52,8%	-53,2%	-56,1%	-62,5%	-61,0%	-55,5%
Amundi Re Europa	87,8%	-53,6%	-49,5%	-53,6%	-48,9%	-50,2%	-61,7%	-58,6%	-53,7%
Amundi Re Italia	67,2%	-47,9%	-50,1%	-53,0%	-51,2%	-52,0%	-58,2%	-57,0%	-52,8%
Unicredit Imm Uno	70,2%	-45,2%	-47,0%	-46,3%	-45,2%	-53,3%	-61,1%	-58,0%	-50,9%
Polis	88,9%	-40,1%	-39,5%	-44,8%	-41,3%	-47,1%	-53,3%	-57,2%	-46,2%
Investitico	43,4%	-32,9%	-33,8%	-43,5%	-40,1%	-45,5%	-50,7%	-52,2%	-42,7%
Atlantic 1	78,0%	-32,5%	-34,3%	-35,8%	-39,7%	-43,9%	-56,3%	-54,9%	-42,5%
Alpha Imm *	76,5%	-41,2%	-38,2%	-39,0%	-36,2%	-49,9%	-51,2%	-48,5%	-43,4%
Bnl Portfolio Imm	61,2%	-35,2%	-35,3%	-33,3%	-33,1%	-30,1%	-46,4%	-49,3%	-37,5%
Tecla	60,0%	-23,9%	-27,9%	-28,4%	-27,8%	-35,6%	-40,4%	-36,3%	-31,5%
Atlantic 2	97,0%	-27,0%	-30,7%	-20,8%	-26,1%	-27,8%	-47,8%	-38,6%	-31,3%
Valore Imm Global	84,0%	-32,9%	-28,1%	-27,8%	-29,9%	-31,0%	-38,2%	-36,5%	-32,1%
Piramide Globale	64,0%	-19,5%	-17,9%	-18,5%	-15,9%	-24,0%	-34,3%	-14,4%	-20,7%
Beta	47,8%	-4,0%	5,8%	6,7%	-6,8%	-20,5%	-24,3%	-0,2%	-6,2%
premio/sconto medio		-35,6%	-34,7%	-36,3%	-36,6%	-41,7%	-50,1%	-45,5%	-40,1%

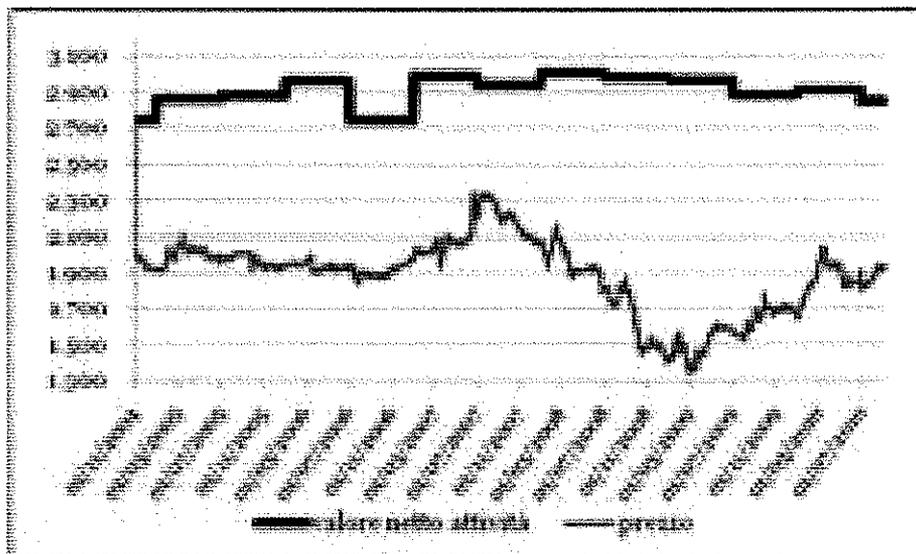
Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana e Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2009 di Assogestioni, elaborazioni della società.

GRAFICO 2: confronto tra valore unitario delle quote e prezzo di mercato relativo a fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili con il Fondo al 30/06/2010



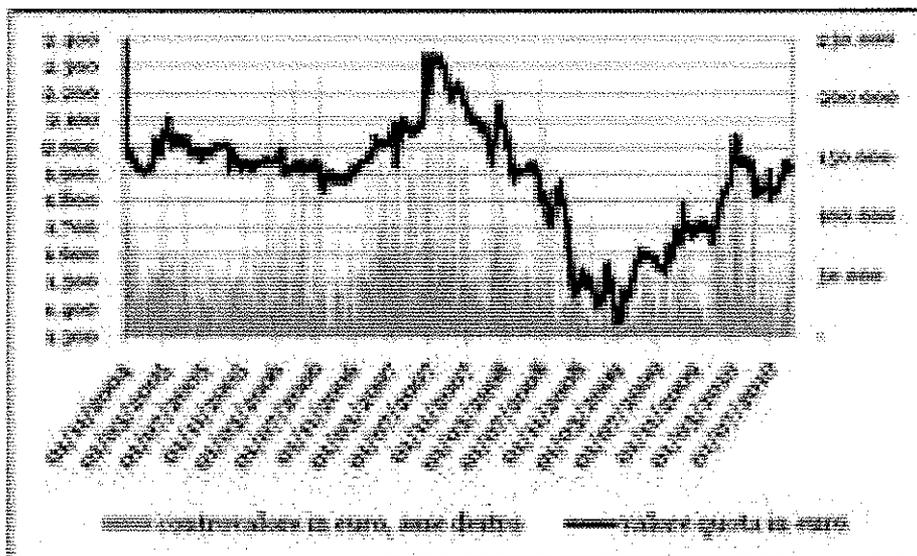
Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

GRAFICO 3: andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo rispetto al valore unitario netto risultante dal rendiconto periodico



Fonte: rendiconto del Fondo / Bloomberg

GRAFICO 4: andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo e controvalore giornaliero negoziato in Borsa



Fonte: Bloomberg

Analisi delle quotazioni di mercato

Il metodo delle quotazioni di mercato stima il valore del Fondo sulla base della capitalizzazione espressa in base ai prezzi di trattazione delle Quote sul mercato regolamentato.

Tale metodo, basato sul presupposto che la valutazione di una entità quotata in un mercato regolamentato sia validamente rappresentata dalla capitalizzazione determinata in base ai prezzi dei titoli negoziati, è generalmente utilizzato nella prassi per la valutazione di soggetti quotati, a condizione che il volume di titoli scambiati sul mercato sia sufficientemente significativo e che si tenga conto di un arco temporale abbastanza ampio, tale da compensare eventuali picchi dei corsi giornalieri.

Tuttavia, la metodologia in commento necessita di particolari cautele in fase di applicazione, perché al beneficio di avere una valutazione ritenuta sempre aggiornata, si associa il rischio di considerare gli effetti della volatilità tipica dei mercati borsistici, che si estrinseca in quotazioni giornaliere che possono differire molto fra loro. Per questo motivo, il metodo delle quotazioni di mercato deve essere temperato da osservazioni su periodi temporali più o meno estesi.

In definitiva, oltre alla già evidenziata presenza di uno sconto elevato dei prezzi di Borsa rispetto al valore patrimoniale netto, il mercato dei fondi immobiliari chiusi quotati in Italia evidenzia uno scarso flottante e scarsa capitalizzazione e liquidità.

Di seguito, riepiloghiamo i fattori che limitano la significatività dell'analisi delle quotazioni di mercato nel caso dei fondi immobiliari chiusi italiani:

- 1) limitato flottante, scarsa capitalizzazione;
- 2) limitata presenza di strumenti di controllo a beneficio dei quotisti sulla *governance* del fondo;
- 3) esistenza di un *asset discount* a causa della limitata verificabilità del mercato immobiliare nel suo complesso e nei singoli settori di investimento, nello specifico;
- 4) possibilità di periodi di grazia molto lunghi e discrezionali;
- 5) mancanza di una procedura *standard* di valutazione degli *asset* immobiliari;
- 6) grado di utilizzo della leva finanziaria.

Nel caso di Investietico, per giungere ad una significativa applicazione del metodo, è stato analizzato l'andamento dei corsi delle Quote su diversi orizzonti temporali, anche al fine di determinare i prezzi medi relativi a diversi intervalli temporali.

Nel corso del 2009, le Quote del Fondo hanno fatto registrare un prezzo unitario massimo di Euro 1.790 (millesettecentonovanta) e un minimo di Euro 1.345 (milletrecentoquarantacinque), con volumi totali pari a 2.840 (duemilaottocentoquaranta) unità. Nel periodo compreso tra il 1 gennaio e il 7 settembre 2010, la quotazione di mercato ha toccato un massimo di Euro 2.045 (duemilaquarantacinque) e un minimo di Euro 1.660 (milleseicentossessanta), per volumi complessivi di 3.372 (tremilatrecentosettantadue) unità. Dalla data della prima quotazione, 1 novembre 2004, il valore medio delle chiusure giornaliere è stato di Euro 1.884,43 (milleottocentoottantaquattro virgola quarantatre), con scambi medi per seduta pari a 17,98 (diciassette virgola novantotto) Quote. La quotazione del Fondo al 7 settembre 2010 è di Euro 1935,00.

Il Grafico 3 riportato nelle pagine precedenti pone a confronto il valore attribuito alle Quote con l'andamento del prezzo delle stesse a partire dall'istituzione del Fondo, mentre la successiva Tabella 3 riporta il prezzo medio ponderato e la media aritmetica del prezzo delle Quote calcolati su diversi intervalli temporali (fin dalla quotazione, ultimi 24 mesi, ultimo anno, ultimi 6 mesi, ultimi 3 mesi, ultimo mese, ultima quotazione disponibile). Al fine di valutare l'effettiva significatività delle quotazioni, la Tabella riporta inoltre, per ciascuno degli intervalli considerati, i volumi medi scambiati e il controvalore delle negoziazioni. Il valore attribuito alle Quote dal Consiglio di Amministrazione della Società è superiore al prezzo storico di negoziazione medio e alla media ponderata dei prezzi ufficiali delle Quote sino alla data del 7 settembre 2010.

TABELLA 3: Media ponderata e media aritmetica del prezzo delle Quote del Fondo relativo a diversi intervalli temporali, volumi medi e controvalore di ciascun periodo

ATTENTIVE INVESTING

Periodo di riferimento	Media ponderata dei prezzi ufficiali	Media aritmetica dei prezzi ufficiali	Volumi medi giornalieri	controvalori totali del periodo	controvalori medi giornalieri del periodo
dalla prima quotazione, 1 novembre 2004	€ 1.930,20	€ 1.884,43	17,98	€ 51.524.674,98	€ 34.650,08
24 mesi	€ 1.717,86	€ 1.674,02	14,44	€ 12.603.903,31	€ 24.810,83
12 mesi	€ 1.834,31	€ 1.816,35	17,13	€ 8.041.522,82	€ 32.037,94
6 mesi	€ 1.927,39	€ 1.894,17	17,59	€ 4.395.178,24	€ 34.071,15
3 mesi	€ 1.845,47	€ 1.869,76	11,44	€ 1.415.964,26	€ 21.454,00
1 mese	€ 1.917,82	€ 1.917,35	13,77	€ 581.098,27	€ 26.413,56
ultima quotazione	€ 1.935,00		26	€ 50.310,00	

Fonte: Bloomberg

Si evidenzia peraltro una tendenziale diminuzione degli scambi sulle Quote del Fondo.

Per completezza di informazioni, la successiva Tabella 4 evidenzia il controvalore medio delle quote negoziate, a partire dal debutto in Borsa di ciascun fondo fino al 30 giugno 2010, nonché il volume e il controvalore medio giornaliero dei relativi scambi.

TABELLA 4: Numero medio quote scambiate e controvalore medio giornaliero, a partire dalla quotazione di ciascun fondo e fino al 30/06/2010

DENOMINAZIONE DEL FONDO	ANNO DI QUOTAZIONE	VOLUME MEDIO GIORNALIERO	CONTROVALORE GIORNALIERO MEDIO
Atlantic 2	2005	274,07	€ 176.552
Tecla	2004	271,81	€ 153.588
Alpha Imm	2002	47,67	€ 137.783
Unicredit Imm Uno	2001	57,60	€ 118.201
Olinda	2004	240,57	€ 108.878
Beta	2005	64,03	€ 66.538
Atlantic 1	2006	129,63	€ 59.717
Amundi Re Italia	2002	30,60	€ 59.413
Bnl Portfolio Imm	2002	26,67	€ 56.924
Polis	2001	29,45	€ 49.307
Amundi Re Europa	2003	32,12	€ 48.836
Piramide Globale	2002	29,72	€ 38.613
Investitico	2004	18,16	€ 35.078
Valore Imm Global	1999	6,07	€ 26.582
Immobiliium 2001	2002	5,75	€ 23.741
Delta Immobiliare	2009	570,51	€ 22.319
Estense Distribuzione	2004	7,35	€ 16.960
Europa Imm 1	2006	7,52	€ 12.819
Securfondo	1999	5,34	€ 11.749
Invest Real Sec	2003	5,51	€ 9.561
Risparmio Immobiliare Uno Energia	2009	0,79	€ 7.980
Obelisco	2006	3,46	€ 6.134
Caravaggio	2005	2,46	€ 5.851

Fonte: Bloomberg

Come si desume chiaramente dalla precedente Tabella, solo un ristretto gruppo di fondi presenta un numero discreto di scambi (controvalore > Euro 100.000). Il Fondo si colloca in posizione sostanzialmente mediana rispetto al campione.

Analisi dei premi corrisposti nel contesto di offerte pubbliche

Il criterio prevede l'applicazione del premio mediamente attribuito nel contesto di offerte pubbliche volte a raggiungere l'acquisizione di una quota, anche di controllo, di una società rispetto all'osservazione, su intervalli temporali significativi, dei prezzi di borsa antecedenti l'annuncio delle offerte stesse. Tale premio è giustificato dall'importanza strategica della combinazione attesa in termini di benefici economici, finanziari e patrimoniali conseguibili con le attività acquisite.

In questo contesto, il premio è stato stimato sulla base di transazioni effettuate tramite offerte pubbliche nel periodo 2007-2010 volte all'acquisizione di una quota rilevante in fondi immobiliari chiusi o di operazioni straordinarie che prevedono un trasferimento di aggregati rilevanti di quote tra due controparti, il cui valore di transazione è stato confermato da una perizia di congruità rilasciata da un perito; nel campione, in verità ristretto, sono incluse entità non omogenee in termini di attività, di dimensioni, di storia, di criticità, dal momento che la determinazione del premio in oggetto tende a prescindere dal tipo di attività svolta. Inoltre, durante alcune offerte, il premio proposto dagli offerenti è stato incrementato, in conseguenza dell'intervento di offerte concorrenti. Il campione è in particolare costituito dalle operazioni promosse nel corso del 2007 da Gamma RE BV sui fondi Tecla e Berenice, gestiti da Pirelli Real Estate SGR e dall'OPA lanciata da Chrysalis Spa sul fondo Beta, gestito da Fimit SGR. È stata inoltre considerata l'offerta di vendita disgiunta indirizzata da Fondazione Enasarco e da Cassa di Risparmio di Chieti a Sorgente SGR ed avente ad oggetto le quote del Fondo Caravaggio, gestito dalla medesima SGR.

Il premio o sconto riconosciuto – stimato come differenza positiva o negativa rispetto alla media aritmetica della quotazione di un periodo determinato, escludendo i casi estremi – è illustrato nella seguente tabella:

TABELLA 5: premio medio applicato in precedenti offerte su fondi

premio (sconto) rispetto a:	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 1 MESE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 3 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 6 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 12 MESI
MIN	-5,3%	-5,7%	-5,3%	-1,7%	2,8%
MEDIA	17,5%	19,7%	20,7%	20,4%	22,8%
MAX	51,8%	58,6%	56,3%	51,7%	46,5%

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

TABELLA 6: riduzione sconto sul NAV a seguito delle offerte su fondi

(sconto) premio rispetto a NAV	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	applicando prezzo offerta	CHIUSURA OPERAZIONE (post eventuali controfferte)
MIN	-40,53%	-23,39%	-23,39%
MEDIA	-22,36%	-11,21%	-0,69%
MAX	0,22%	5,64%	27,84%

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

Nell'ambito delle transazioni sopra descritte, la differenza tra il corrispettivo offerto e il NAV alla data dell'annuncio dell'operazione si è dunque tipicamente ridotta, risultando compresa tra uno sconto massimo del 23,4% ed un premio del 5,6%.

Rendimento per il titolare di Quote e confronto del corrispettivo con diversi indicatori relativi al Fondo

Si propongono alcuni parametri di redditività del Fondo per il periodo intercorrente dalla data di collocamento al 31 dicembre 2009.

IRR (tasso interno di rendimento): rappresenta il rendimento complessivo del Fondo, ovvero il tasso di interesse composto annuale dalla data di collocamento alla data del 31 dicembre 2009, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati:

- dall'investimento iniziale;
- dai dividendi percepiti;
- dai rimborsi provenienti dalla liquidazione degli attivi;
- considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote al valore del NAV contabile al 31 dicembre 2009.

Quest'ultimo valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguibile dall'investitore se il patrimonio immobiliare fosse stato liquidato alla data del 31 dicembre 2009 al valore di perizia indicato dall'esperto indipendente. Tale rendimento è puramente indicativo e non vi sono certezze che possa essere effettivamente conseguito nel tempo. Il tasso interno di rendimento per l'investitore del Fondo è pari al 4,72% (quattro virgola settantadue), come si evince dalla seguente tabella.

TABELLA 7: flussi di cassa a favore dell'investitore (Euro/quota) e IRR

DATA DISTRIBUZIONE	CAPITALE INVESTITO	RIMBORSO QUOTE	DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	NAV CONTABILE	PERIODO DI COMPETENZA
	€/quota	€/quota	€/quota	€/quota	
01-mar-02 -	2.500,00				
01-mar-03					2002
15-mar-04			10,00		2003
21-mar-05			85,00		2004
22-mar-06			130,00		2005
22-mar-07			160,00		2006
28-mar-08			112,00		2007
26-mar-09			94,00		2008
31-dic-09				2.913,48	
TOTALE	- 2.500,00	-	591,00		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO				4,72%	

Fonte: rendiconto annuale del Fondo al 31/12/2009

Assumendo che il partecipante al Fondo abbia detenuto una Quota ininterrottamente dalla data di avvio dell'operatività, il tasso interno di rendimento calcolato sulla base della quotazione del Fondo al 7 settembre 2010, giorno precedente l'annuncio dell'Offerta, è pari allo 0,92% (zero virgola novantadue).

TABELLA 8: flussi di cassa a favore dell'investitore (Euro/quota) e IRR calcolato sulla base della quotazione del Fondo al 7/09/2010

ATTENTIVE INVESTING

DATA DISTRIBUZIONE	CAPITALE INVESTITO	RIMBORSO QUOTE	DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	QUOTAZIONE 7 SETTEMBRE	PERIODO DI COMPETENZA
	€/quota	€/quota	€/quota		
01-mar-02 -	2.500,00				
01-mar-03					2002
15-mar-04			10,00		2003
21-mar-05			85,00		2004
22-mar-06			130,00		2005
22-mar-07			160,00		2006
28-mar-08			112,00		2007
26-mar-09			94,00		2008
25-mar-10			164,00		2009
07-set-10				1.935,00	
TOTALE	- 2.500,00	-	755,00	1.935,00	

TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

0,92%

Fonte: rendiconti del Fondo ed elaborazioni della Società

Nel medesimo periodo i principali indici di Borsa e settoriali (immobiliari) hanno registrato i seguenti andamenti:

TABELLA 9: andamento borse internazionali e del settore immobiliare

DATA	INDICI DI BORSA INTERNAZIONALI					INDICI SETTORIALI (IMMOBILIARI)		
	Standard & Poor's 500	Dow Jones Indu	FTSE MIB	Eurostoxxx 50	FTSE 100	EPRA index Italia*	BIG REIT index	BE500 Real Estate index
07/09/2010	1.094,33	10.364,04	20.395,45	2.728,42	5.407,82	1.372,60	172,89	85,27
01/03/2002	1.131,78	10.368,86	32.069,00	3.645,33	5.169,00	2.587,76	180,08	128,18
PERFORMANCE ASSOLUTA	-3,31%	-0,05%	-36,40%	-25,15%	4,62%	-46,96%	-3,99%	-33,48%

Fonte: Bloomberg

Esponiamo di seguito i moltiplicatori Prezzo/Utile per quota alla data del 31/12/2009.

TABELLA 10: moltiplicatori Prezzo / Utile fondi quotati

FONDO	SGR	P/E
Unicredit Imm Uno	Pioneer Investment Mangement	142,75
Investietico	Aedes Bpm Real Estate	45,89
Piramide Globale	Rreef Fondiimmobiliari	37,83
Valore Imm Global	Rreef Fondiimmobiliari	37,37
Beta	Fimit	35,09
Tecla	Pirelli & C. Real Estate	21,06
Alpha Imm	Fimit	12,55
Bnl Portfolio Imm	Bnp Paribas Reim	- 5,28
Obelisco	Investire Immobiliare	- 5,67
Invest Real Sec	Beni Stabili Gestioni	- 6,49
Atlantic 1	First Atlantic Real Estate	- 6,83
Risparmio Immobiliare Uno En	Pensplan Invest sgr	- 7,24
Amundi Re Europa	amundi sgr	- 7,35
Delta Immobiliare	Fimit	- 8,28
Atlantic 2	First Atlantic Real Estate	- 11,33
Polis	Polis Fondi Immobiliari	- 17,01
Caravaggio	Sorgente	- 17,46
Amundi Re Italia	amundi sgr	- 27,29
Europa Imm 1	vegagest immobiliare sgr	- 35,89
Olinda	Pirelli & C. Real Estate	- 39,91
Immobiliium 2001	Beni Stabili Gestioni	- 40,78
Estense Distrib	Bnp Paribas Reim	- 274,98
Securfondo	Beni Stabili Gestioni	- 438,97

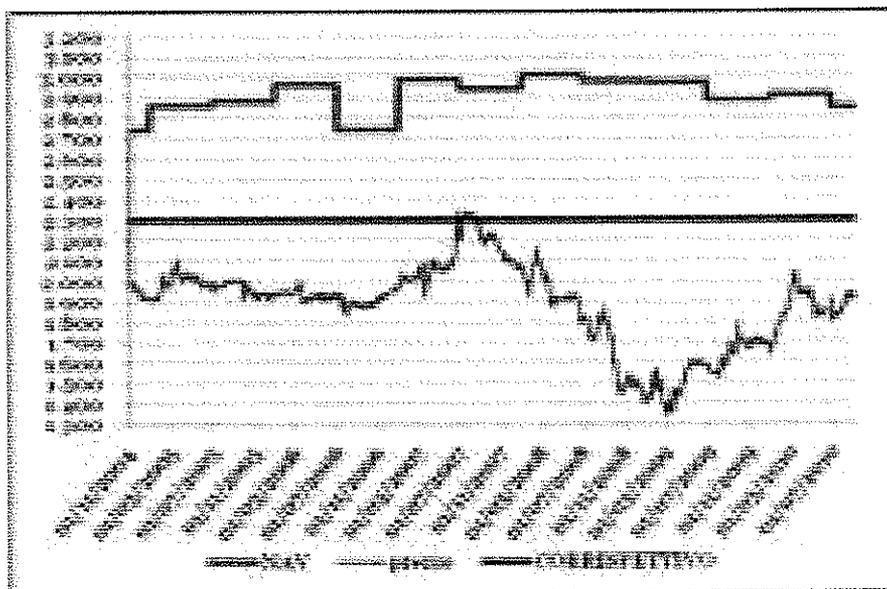
Fonte: Bloomberg e Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2009 di Assogestioni

* * * * *

Tenuto conto dei risultati emersi dai criteri di valutazione sopra descritti, il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato in Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero) il valore unitario delle Quote del Fondo oggetto del conferimento in natura (il "Corrispettivo").

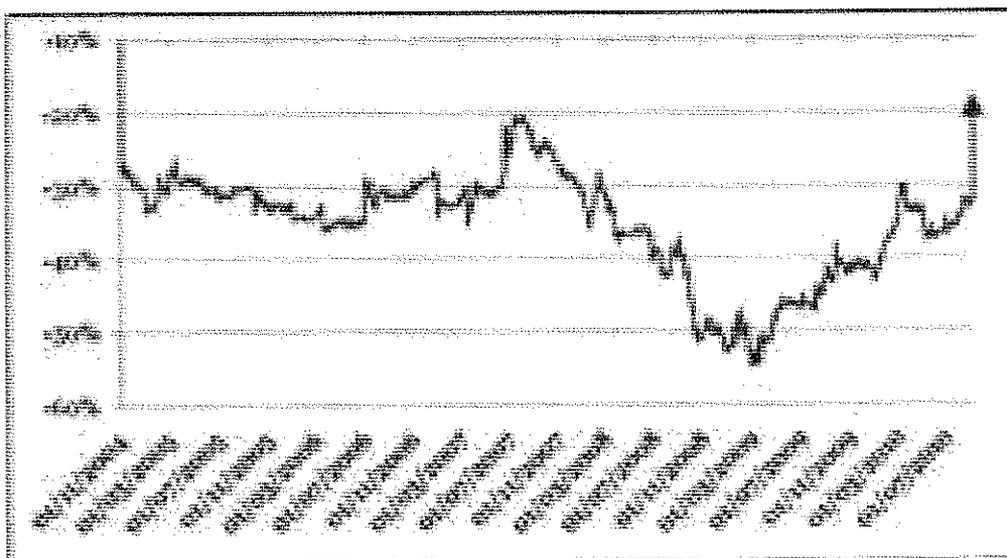
Come evidenziato dal seguente Grafico 5, il Corrispettivo corrisponde sostanzialmente al prezzo di quotazione più elevato fatto registrare dalle Quote del Fondo dalla data della prima quotazione, ad eccezione dei prezzi marcati in cinque giorni consecutivi nel periodo tra il 21 e il 27 giugno 2007.

GRAFICO 5: Corrispettivo e andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo e del valore unitario netto risultante dal rendiconto periodico



Fonte: rendiconto del Fondo/Bloomberg

GRAFICO 6: andamento dello sconto sul NAV del Fondo dal 1/11/2004 al 7/09/2010 applicando il Corrispettivo



Fonte: rendiconto del Fondo / Bloomberg

Il Corrispettivo determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società incorpora uno sconto del 19,33 % (diciannove virgola trentatré per cento) sul NAV al 30/06/2010, che rappresenta lo sconto minore fin dalla data di avvio delle negoziazioni del Fondo.

TABELLA 11: premio incorporato nel Corrispettivo rispetto alla media ponderata e alla media aritmetica del prezzo delle Quote a diversi intervalli temporali

Periodo di riferimento	Media ponderata dei prezzi ufficiali	Premio incorporato nel Corrispettivo	Media aritmetica dei prezzi ufficiali	Premio incorporato nel Corrispettivo
dalla prima quotazione, 1 novembre 2004	1930,20	19,2%	1884,43	22,1%
24 mesi	1717,86	33,9%	1674,02	37,5%
12 mesi	1834,31	25,4%	1816,35	26,7%
6 mesi	1927,39	19,4%	1894,17	21,5%
3 mesi	1845,47	24,7%	1869,76	23,1%
1 mese	1917,82	20,0%	1917,35	20,0%
ultima quotazione	1935,00	18,0%		

Fonte: Bloomberg

TABELLA 12: Corrispettivo, premio implicito riconosciuto dalla Società e premio medio applicato in precedenti offerte su fondi

premio (sconto) rispetto a:	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 1 MESE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 3 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 6 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 12 MESI
MIN	-5,3%	-5,7%	-5,3%	-1,7%	2,8%
MEDIA	17,5%	19,7%	20,7%	20,4%	22,8%
MAX	51,8%	58,6%	56,3%	51,7%	46,5%
corrispettivo	18,0%	20,0%	24,7%	19,4%	25,4%

Fonte: rendiconti di fondi e quotazioni di Borsa Italiana

Il premio riconosciuto dalla Società definendo in Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero) il valore delle Quote ai fini dell'Offerta è sempre incluso all'interno degli estremi dei premi manifestati in precedenti offerte assimilabili e aderente al valore medio delle medesime.

TABELLA 13: Corrispettivo e riduzione sconto sul NAV

(sconto) premio rispetto a NAV	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	APPLICANDO CORRISPETTIVO
MIN	-40,53%	-23,39%
MEDIA	-22,4%	-11,2%
MAX	0,22%	5,64%
corrispettivo	-32,2%	-19,3%

Fonte: rendiconti di fondi e quotazioni di Borsa Italiana

Come evidenziato dalla precedente Tabella 13, a seguito dell'applicazione del Corrispettivo, lo sconto rispetto al NAV si è ridotto in modo significativo, rimanendo in linea con quanto fatto registrare in operazioni simili.

Assumendo che il partecipante al Fondo abbia detenuto una Quota ininterrottamente dalla data di avvio dell'operatività, il rendimento, inteso come tasso interno di rendimento (IRR) da questi ottenibile attraverso l'adesione all'Offerta, al lordo di qualsiasi effetto fiscale, è pari al 2,50% (due virgola cinquanta), superiore sia allo 0,92% (zero virgola novantadue per cento) che si otterrebbe, non aderendo all'Offerta, sulla base della quotazione del Fondo al giorno precedente l'annuncio dell'Offerta, sia all'andamento dei principali indici finanziari e di settore nel medesimo periodo.

TABELLA 14: flussi di cassa a favore dell'investitore (Euro/quota) e IRR nel caso di adesione all'Offerta sulla base del Corrispettivo

DATA DISTRIBUZIONE	CAPITALE INVESTITO €/quota	RIMBORSO QUOTE €/quota	DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	CORRISPETTIVO	PERIODO DI COMPETENZA
01-mar-02	2.500,00				
01-mar-03					2002
15-mar-04			10,00		2003
21-mar-05			85,00		2004
22-mar-06			130,00		2005
22-mar-07			160,00		2006
28-mar-08			112,00		2007
26-mar-09			94,00		2008
25-mar-10			164,00		2009
21-lug-10				2.301,00	
TOTALE	2.500,00	-	755,00	2.301,00	
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO				2,50%	

Fonte: rendiconti del Fondo ed elaborazioni della Società

4.2 Considerazioni in merito alla congruità del valore attribuito ai beni oggetto del conferimento in natura

In conformità a quanto previsto dall'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del cod. civ., non si provvederà ad acquisire la relazione di cui all'art. 2343, comma 1, del cod. civ., richiamata dall'art. 2440 del cod. civ.. Tale relazione non è, infatti, richiesta "qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o ai crediti conferiti (...) corrisponda: (...) b) al valore equo risultante dalla valutazione, precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generali riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento e dalla società e dotato di adeguata e comprovata professionalità".

La Società ha, a tal fine, deciso di avvalersi di una valutazione delle Quote predisposta, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del cod. civ., dall'esperto indipendente Reddy's Group S.p.A..

L'esperto indipendente ha fornito la propria valutazione il 6 settembre 2010 u.s., da cui risulta che il valore unitario delle Quote è stimato in Euro 2.522,38^{8/100} (duemilacinquecentoventidue virgola trentotto).

Pertanto, considerato che a fronte del conferimento di ogni Quota verranno emesse 300 (trecento) Azioni ad un prezzo complessivo di Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero), si può constatare che il valore attribuito alle Quote ai fini della determinazione dell'aumento di capitale e relativo sovrapprezzo non è superiore al valore risultante dalla valutazione dell'esperto indipendente.

5. ANALISI DELLA COMPOSIZIONE DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO

L'Aumento di Capitale in Natura non è finalizzato alla raccolta di risorse finanziarie destinate alla riduzione ovvero al mutamento della struttura dell'indebitamento finanziario della Società.

Non si provvede, pertanto, a fornire un prospetto di analisi della composizione dell'indebitamento finanziario netto a breve e a medio-lungo termine.

6. ANDAMENTO DELLA GESTIONE E PREVEDIBILE CHIUSURA DELL'ESERCIZIO IN CORSO

La Società è una *holding* di partecipazioni che detiene l'intero capitale sociale della controllata RPX Ambiente S.r.l. ("**RPX Ambiente**") e il 18,8% (diciotto virgola otto per cento) del capitale sociale della AQ Tech S.p.A. ("**AQ Tech**").

Andamento della gestione di RPX Ambiente

Rpx Ambiente opera nel settore del riciclaggio di scarti e cascami dell'attività industriale e agricola. Nel corso del primo semestre del corrente esercizio, RPX Ambiente ha proseguito, su impulso della Società, un'intensa fase di ristrutturazione tecnica e organizzativa, che ha già manifestato effetti positivi sul versante dei costi, mentre il recupero della piena capacità produttiva è previsto al completamento degli investimenti programmati.

Più in particolare, i dati al 30 giugno 2010 sono negativamente condizionati da una flessione dei livelli produttivi, significativamente inferiori alle attese, pur nel contesto di una incisiva razionalizzazione di taluni costi di produzione, segnatamente le prestazioni di terzi relative alla manutenzione degli impianti nonché i costi di smaltimento rifiuti, che evidenzia lo sforzo del *management* di rendere la struttura dei costi maggiormente flessibile e commisurata ai livelli produttivi e delle vendite.

Di seguito si fornisce una sintesi dell'andamento economico nel primo semestre 2010, raffrontato con il corrispondente periodo dell'esercizio precedente:

<i>(dati in migliaia di euro)</i>	30.06.2010	30.06.2009	Variazioni
Ricavi da vendite e prestazioni e altri ricavi	2.529	3.735	(1206)
Costi industriali	(2.438)	(4.117)	1679
Costo del personale	(587)	(728)	141
EBITDA	(497)	(1.110)	613
Ammortamenti	(276)	(281)	5
Accantonamenti/Svalutazioni	(25)	(70)	45
EBIT	(798)	(1.462)	664

Il primo semestre 2010 si è chiuso con una perdita operativa di Euro 798 (settecentonovantotto) migliaia, contro una perdita operativa di Euro 1.462 (mille quattrocentosessantadue) migliaia del primo semestre 2009. Il miglioramento del risultato, pari a Euro 664 (seicentosessantaquattro) migliaia, è ritenuto tuttavia insoddisfacente rispetto alle previsioni effettuate nel piano industriale approvato il 16 marzo 2010, soprattutto in presenza di un andamento di mercato favorevole sia in termini di volumi richiesti che di prezzi di vendita.

Dopo la chiusura del primo trimestre 2010, che già evidenziava il *gap* produttivo rispetto alla domanda della clientela, gli amministratori hanno attentamente valutato le cause della mancata capacità produttiva che risiedono soprattutto nelle imprevedibili ripetute fermate dell'impianto dovute al guasto di alcune parti meccaniche e nella non ottimale attività manutentiva ordinaria.

Gli amministratori, hanno messo quindi a punto una strategia di manutenzione preventiva atta a ridimensionare drasticamente le fermate delle linee di produzione. Tale strategia è stata implementata dopo la fermata degli impianti attuata nel mese di agosto, in cui sono stati svolti numerosi interventi tecnici ordinari e straordinari.

Gli amministratori, in data 28 luglio 2010, hanno rivisto il piano industriale, alla luce degli interventi effettuati e di quelli in corso di esecuzione, che dovrebbero riportare la produzione agli stessi livelli quantitativi dell'esercizio 2008.

A decorrere dal 15 settembre 2010 sarà inoltre applicata una nuova politica di prezzi, già largamente condivisa con la clientela, che consentirà un incremento del prezzo medio di vendita già nel 2010.

Le suddette iniziative, unitamente al buon andamento della domanda sia domestica che estera e al livello soddisfacente dei prezzi di vendita, rappresentano i presupposti più importanti alla base della sostenibilità del piano stesso, proseguendo il programma di *turnaround* gestionale ed economico cominciato all'inizio dell'esercizio 2010.

Andamento della gestione di AQ Tech

AQ Tech è una *holding* di partecipazione attiva, attraverso le proprie controllate, nel settore della produzione per conto terzi di prodotti farmaceutici, parafarmaceutici, dietetici e dermocosmetici e della ricerca e dello sviluppo di composti del rutenio e di derivati polisaccaridici. AQ Tech detiene il controllo delle seguenti società:

- Montefarmaco S.p.A., con una partecipazione pari al 100% (cento per cento) del capitale sociale;
- Sigmar S.p.A., con una partecipazione pari al 100% (cento per cento) del capitale sociale;
- Sigea S.r.l., con una partecipazione pari all'85% (ottantacinque per cento) del capitale sociale.

Durante il primo semestre 2010, le società del gruppo AQ Tech sono state caratterizzate dall'andamento gestionale di seguito descritto:

- relativamente a Montefarmaco, che ha consuntivato una perdita civilistica pari a Euro 1.074 (mille settantaquattro) migliaia, la *performance* negativa è attribuibile alla fase di perdurante stallo nelle vendite dei prodotti probiotici, principalmente verso i paesi dell'est europeo, ma soprattutto al venir meno di un contratto significativo per la produzione del farmaco Lantanoprost, a causa di un ricorso presentato dal produttore principale che sostiene l'attuale validità del marchio a scapito del prodotto generico, che avrebbe dovuto essere prodotto da Montefarmaco. Tale circostanza, che rappresentava un elemento importante del piano industriale 2010-2012, ha influito pertanto pesantemente sulla redditività della società. Per quanto riguarda l'acquisizione di nuovi ordini, il secondo semestre, nonostante il venir meno del prodotto Lantanoprost, presenta un andamento favorevole, che dovrebbe permettere almeno un congelamento della perdita consuntivata al 30 giugno 2010. In attesa degli sviluppi in merito allo sblocco o meno del contratto di produzione del citato farmaco generico, gli amministratori, nella riunione del 21 luglio 2010 hanno ritenuto di confermare il piano industriale 2010-2012, con il preciso intento di procedere ad una sua ulteriore validazione in occasione della chiusura trimestrale al 30 settembre 2010;
- relativamente a Sigmar, che ha consuntivato un utile civilistico di Euro 251 (duecentocinquanta) migliaia, i risultati gestionali del primo semestre confermano le previsioni del piano 2010-2012,

registrando una leggera flessione del settore dermo-cosmetico (ricco tuttavia di interessanti e concrete prospettive ed opportunità) ed un significativo miglioramento nel settore farmaceutico, con la conferma di alcuni importanti contratti. È stato pertanto pienamente confermato il piano industriale 2010-2012.

- per quanto concerne Sigea, l'attività di ricerca è proseguita secondo le previsioni e si conferma l'interessamento di primari gruppi farmaceutici internazionali per il potenziale sfruttamento di alcuni prodotti in fase avanzata di sviluppo. In particolare, relativamente ad una preparazione iniettabile, utilizzata in campo dermo-cosmetico come *filler* oltre che nel trattamento della osteoartrite, sono attive negoziazioni con un primario gruppo farmaceutico internazionale che ha richiesto di avvalersi dei diritti mondiali di utilizzo dei prodotti in cambio di un *down payment* e del riconoscimento di *royalties*, in linea con le aspettative di Sigea. Relativamente a prodotti derivati dall'acido ialuronico, sono in corso trattative con una primaria società farmaceutica internazionale per la concessione di vendita del prodotto per uso iniettabile. Allo stadio attuale, i campioni di prova sono già stati prodotti dalla società richiedente con esito positivo. Tali interessamenti ai prodotti potrebbero condurre alla stipula di contratti entro l'esercizio in corso. Sigea è in attesa di estendere con la controparte il *business plan* per determinare gli aspetti economici e commerciali dell'accordo. Relativamente alle molecole derivate dal rutenio, aventi attività antimetastatica nel trattamento di alcuni di tumori definiti "*non-small-cell cancers*", la parte della fase 2 concernente la definizione dei dosaggi terapeutici ottimali dovrebbe concludersi a breve, salvo effetti indesiderati valutati nella fase di monitoraggio. A seguito della conclusione di questa fase, Sigea è nelle condizioni di entrare in colloqui più approfonditi con eventuali *partners*.

Andamento gestionale della Società e prevedibile chiusura dell'esercizio in corso

Di seguito si riporta tabella riassuntiva delle voci che compongono il margine operativo lordo consolidato al 30 giugno 2010, raffrontate con i corrispondenti dati al 31 dicembre 2009 e al 30 giugno 2009.

<i>(dati in migliaia di euro)</i>	30-06-10	31-12-09	30-06-09
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.473	5.768	13.296
Altri ricavi e proventi	458	256	208
(Decremento) Incremento delle rimanenze	504	(1.748)	(927)
Costi operativi:	(5.284)	(11.151)	(15.669)
Costi per materie prime e materiali di consumo	(1.634)	(1.657)	(6.292)
Costi per servizi	(2.692)	(5.359)	(4.777)
Costo del personale	(857)	(2.142)	(4.413)
Altri Costi operativi	(101)	(245)	(187)
Margine Operativo Lordo	(1.849)	(5.127)	(3.092)

La gestione individuale della Società ha registrato gli effetti di un'attenta politica di contenimento dei costi. Va altresì considerato che alcune funzioni di base presenti nella struttura sono correlate allo stato di società quotata e al previsto allargamento del perimetro in linea con la strategia di sviluppo della Società.

Alla data del 30 giugno 2010, la Società registra un margine operativo lordo individuale negativo di Euro 1.303 (mille trecentotre) migliaia ed un risultato del periodo negativo per Euro 1.553 (mille cinquecentocinquantaquattro) migliaia.

Si segnala che tra gli altri ricavi è presente una sopravvenienza attiva di Euro 300 (trecento) migliaia derivante dalla sottoscrizione di un accordo transattivo da parte di tutti i soggetti coinvolti nel contenzioso instaurato da Arena e Bioagri nei confronti di YA Global Dutch BV, YA Global Investments LP, Yorkville Advisors LLC, bhn S.r.l. e Yorkville bhn S.p.A.. Al riguardo si precisa che Arena e Bioagri hanno rinunciato, tra le altre cose, a qualsiasi pretesa nei confronti della Società e che Arena ha corrisposto a Yorkville bhn S.p.A., a titolo di risarcimento del danno subito, l'importo complessivo di Euro 300 (trecento) migliaia.

La gestione della Società, in coerenza con le proprie linee strategiche, sarà concentrata sulla ricerca e sull'esame di possibili investimenti, preferibilmente in *target* che presentino un'interessante generazione di *cash flow* senza richiedere immediati rilevanti investimenti successivamente all'acquisizione.

La Società, in attuazione delle proprie strategie di sviluppo e diversificazione degli investimenti, ha sostenuto, nel primo semestre 2010, costi di assistenza legale e di consulenza pari a totali Euro 358 (trecentocinquotto) migliaia, interamente spesi nel medesimo periodo.

La gestione individuale della Società continuerà ad essere improntata su una logica di contenimento dei costi, fermo restando che i costi di struttura, il previsto ampliamento del perimetro del gruppo e i costi connessi all'organizzazione delle operazioni di investimento potranno influire sull'andamento economico della Società nel secondo semestre 2010, segnalando che gli eventuali benefici economici e finanziari potrebbero prodursi a partire dall'esercizio successivo.

7. CONSORZI DI GARANZIA E/O DI COLLOCAMENTO

Non sono previsti consorzi di garanzia e/o di collocamento in relazione alle Azioni Yorkville bhn S.p.A. di nuova emissione, poiché l'Aumento di Capitale in Natura è interamente riservato ai titolari delle Quote del Fondo.

8. ALTRE FORME DI COLLOCAMENTO

La Società ha provveduto a nominare Banca Akros S.p.A. in qualità di intermediario incaricato del coordinamento della raccolta delle adesioni all'Offerta da parte dei titolari delle Quote del Fondo.

9. DISPONIBILITÀ A SOTTOSCRIVERE LE NUOVE AZIONI RINVENIENTI DALL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

Non è stata manifestata la disponibilità da parte di alcun azionista alla sottoscrizione delle nuove Azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura, in quanto la sottoscrizione di tali Azioni è riservata esclusivamente ai titolari delle Quote del Fondo.

10. PERIODO DI ESECUZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE

L'Aumento di Capitale in Natura potrà essere sottoscritto successivamente all'approvazione dell'aumento stesso da parte dell'Assemblea Straordinaria, previa iscrizione della delibera presso il competente ufficio del registro delle imprese, nel corso del periodo di adesione all'Offerta e sarà, dunque, parzialmente o interamente eseguito sulla base dei risultati dell'Offerta, purché si sia avverata la Condizione Sospensiva o la Società vi abbia rinunciato.

11. NUMERO, CATEGORIA, GODIMENTO E PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI OGGETTO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

In funzione della percentuale di adesione all'Offerta, la Società potrà emettere, a fronte dell'Aumento di Capitale in Natura, un massimo di n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantunomila duecento) Azioni ordinarie nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti amministrativi e patrimoniali connessi alle azioni della Società già in circolazione.

Le Azioni di nuova emissione avranno godimento pari a quello delle azioni ordinarie della Società in circolazione alla data di emissione delle nuove Azioni.

Il prezzo di emissione delle Azioni oggetto dell'Aumento di Capitale in Natura è pari ad Euro 7,67 (sette virgola sessantasette). Si rinvia, in proposito, a quanto illustrato in precedenza *sub* 3.

12. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ

Per effetto dell'adesione all'OPS, le Quote sarebbero in tutto o in parte acquistate da Yorkville, la quale assegnerebbe ai Quotisti delle azioni proprie di nuova emissione, facendoli così divenire azionisti.

Di seguito, si analizzano i principali effetti fiscali dell'operazione, con riferimento al regime applicabile a Yorkville (che, lo si ricorda, è soggetto *Ias adopter*).

Regime fiscale applicabile a Yorkville

La detenzione delle Quote da parte di Yorkville comporterebbe che, ferma restando la disciplina fiscale applicabile al Fondo, i relativi proventi (distribuiti in costanza di rapporto o in sede di scioglimento del Fondo) concorrerebbero per intero alla formazione del reddito e sarebbero pertanto integralmente imponibili ai fini dell'imposta sul reddito delle società (di seguito, "Ires").

Più in dettaglio, premesso che le quote di OICVM sono fiscalmente assimilate ai «*titoli in serie o di massa*» e premesso altresì che le quote dei fondi immobiliari devono ritenersi escluse dal regime di *participation exemption*, per Yorkville sarebbero integralmente rilevanti ai fini Ires:

- (i) i proventi eventualmente distribuiti dal Fondo in costanza di rapporto;
- (ii) le somme o il valore normale dei beni distribuiti dal Fondo in sede di riscatto o di liquidazione, per la parte eccedente il costo fiscalmente riconosciuto delle Quote;
- (iii) le eventuali plusvalenze o minusvalenze da valutazione delle Quote;
- (iv) le eventuali plusvalenze o minusvalenze da cessione delle Quote.

Conseguentemente, assumendo che il Fondo distribuisca a Yorkville dei proventi e che Yorkville intenda re-distribuire, ai propri partecipanti, i medesimi proventi sotto forma di dividendi, le somme distribuite agli Azionisti giungerebbero a questi ultimi al netto: (i) della tassazione (Ires al 27,5%) gravante sulla Società e (ii) delle imposte sostitutive applicabili nei confronti degli Azionisti stessi.

13. COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ E SOGGETTO CONTROLLANTE A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA ED EFFETTI SUI PATTI PARASOCIALI RILEVANTI

In considerazione della sostanziale imprevedibilità della percentuale di adesione all'Offerta, non è

possibile fornire indicazioni certe in merito alla compagine azionaria della Società ed al relativo soggetto controllante ai sensi dell'art. 93 TUF, a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura.

In caso di buon esito dell'Offerta e di conseguente esecuzione, anche parziale, dell'Aumento di Capitale in Natura, si verificherà comunque una sostanziale diluizione delle partecipazioni detenute dagli attuali azionisti della Società, ivi incluso il relativo soggetto controllante.

Si riporta di seguito l'attuale compagine azionaria della Società quale risultante dalle comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 120 del TUF e dal libro soci limitatamente ai soggetti che detengono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% (due per cento) del capitale sociale.

TABELLA 10: partecipazioni rilevanti al 7 settembre 2010

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC ⁽¹⁾	26,29%
Carlo Corba Colombo ⁽²⁾	4,31%
BHN S.r.l.	6,07%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna ⁽³⁾	3,24%

⁽¹⁾ in qualità di gestore del fondo YA GLOBAL INVESTMENTS LP, titolare indiretto del 100% del capitale di YA GLOBAL DUTCH BV, azionista diretto.

⁽²⁾ per il tramite di Giove Due SS e S.M.F. SA – Société Métropolitaine de Financement SA, le cui partecipazioni sono intestate, conto terzi, a Finco Trust SA.

⁽³⁾ per il tramite di Meliorbanca S.p.A.

La Tabella 11 riporta una simulazione dell'evoluzione della compagine azionaria della Società all'esito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, finalizzata ad evidenziarne l'effetto diluitivo sulle partecipazioni detenute dagli attuali Azionisti e basata sulle seguenti assunzioni:

- sostanziale invarianza dell'attuale compagine azionaria sino alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura;
- assenza di nuove partecipazioni rilevanti prima dell'Offerta;
- avveramento delle Condizioni Sospensive cui è subordinata l'Offerta.

TABELLA 11: simulazione effetto diluitivo

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>		
	<i>Adesione all'Offerta pari al 10% delle Quote</i>	<i>Adesione all'Offerta pari al 50% delle Quote del</i>	<i>Adesione all'Offerta pari al 100% delle Quote del</i>

ATTENTIVE INVESTING

	<i>del Fondo</i>	<i>Fondo</i>	<i>Fondo</i>
Yorkville Advisors LLC	9,12%	2,52%	1,33%
Carlo Corba Colombo	1,50%	0,41%	0,22%
BHN S.r.l.	2,11%	0,58%	0,31%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	1,13%	0,31%	0,16%

Non vi sono, da ultimo, patti parasociali aventi ad oggetto azioni della Società rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF che possano subire effetti a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura.

** *****

Signori Azionisti,

in relazione a quanto sopra illustrato, il Consiglio di Amministrazione, per quanto concerne l'argomento di cui al punto 2 all'ordine del giorno dell'Assemblea Straordinaria, Vi propone di assumere la seguente deliberazione:

"L'Assemblea degli Azionisti di Yorkville bhn S.p.A., esaminata la relazione del Consiglio di Amministrazione e le proposte ivi formulate, preso atto dell'attestazione rilasciata dal Collegio Sindacale ai sensi dell'art. 2438 del cod.civ., in virtù della quale il capitale sociale di Euro 9.403.099,81, rappresentato da n. 97.988.328 azioni ordinarie prive di valore nominale, risulta interamente versato, e del parere sulla congruità del prezzo di emissione rilasciato dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A. ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del cod. civ. e dell'art. 158 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,

delibera

- di aumentare il capitale sociale in via scindibile per massimi Euro 141.520.704,00 (centoquarantunomilioni cinquecentoventimila settecentoquattro virgola zero zero), con esclusione del diritto di opzione, mediante emissione alla pari di massime n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantunomila duecento) azioni ordinarie prive di valore nominale, godimento regolare, da riservare esclusivamente a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote del fondo comune d'investimento immobiliare chiuso "Investietico";*
- di dare mandato all'organo amministrativo per dare esecuzione all'aumento di capitale di cui sopra al punto 1. subordinatamente all'efficacia dell'operazione di raggruppamento accessorio deliberata dall'assemblea del [23/24/25 ottobre] (primo punto di parte straordinaria dell'ordine del giorno), fissando al 30 giugno 2011 il termine ultimo entro il quale dare esecuzione all'aumento di capitale e stabilendo, ai sensi dell'art. 2439, comma 2, cod. civ., che l'aumento di capitale, ove non integralmente sottoscritto, si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro tale termine;*
- di modificare conseguentemente l'articolo 5 dello Statuto Sociale nei termini di seguito indicati:*

TESTO VIGENTE	TESTO PROPOSTO

<p><i>Art. 5) Capitale - Azioni</i></p> <p><i>Il capitale è di Euro 9.403.099,81 diviso in numero 97.988.328 azioni senza valore nominale.</i></p> <p><i>L'Assemblea Straordinaria degli Azionisti 19 marzo 2008 ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare a pagamento e in via scindibile, in una o più volte, il capitale sociale, entro il periodo di cinque anni dalla data della presente deliberazione, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 3.000.000.000 (tre miliardi), mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione da offrire (i) in opzione agli aventi diritto oppure (ii) con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 5, del Codice Civile, in favore di investitori qualificati, come definiti ai sensi delle disposizioni normative in vigore, anche non appartenenti alla Comunità Europea, con ogni più ampia facoltà per gli Amministratori di stabilire, di volta in volta, nel rispetto dei limiti sopra indicati, il numero ed il prezzo di emissione delle nuove azioni, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, nonché il godimento, le modalità, i termini, i tempi e le condizioni tutte dell'aumento di capitale.</i></p> <p><i>In data 19 dicembre 2008, il Consiglio di Amministrazione, in forza della facoltà ad esso attribuita dall'assemblea straordinaria degli azionisti del 19 marzo 2008, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, e dell'art. 2443 cod. civ., ha deliberato quanto segue:</i></p> <p><i>(i) di aumentare il capitale sociale a pagamento, in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, cod. civ., per un ammontare massimo di euro 100.000.000,00</i></p>	<p><i>Art. 5) Capitale - Azioni</i></p> <p><i>Invariato</i></p> <p><i>Invariato</i></p> <p><i>Invariato</i></p>
--	---

(centomilioni/00), da liberarsi in più volte, mediante emissione di nuove azioni ordinarie Yorkville bhn S.p.A. - prive di valore nominale - da imputarsi interamente a capitale sociale e da offrire in sottoscrizione a YA Global Investments LP, con sede a Jersey City (Stati Uniti d'America), 101 Hudson Street, Suite 3700 NJ 07302, ad un prezzo pari al 95% del minore dei prezzi medi giornalieri ponderati per volumi scambiati dei dieci giorni di borsa aperti successivi alla data di ricezione della richiesta di sottoscrizione avanzata dalla Società a YA Global Investments LP. Le azioni di nuova emissione avranno le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie Yorkville bhyn S.p.A. in circolazione alla data di emissione;

(ii) di stabilire, ai sensi dell'art. 2439 cod. civ., che qualora l'aumento di capitale non fosse integralmente sottoscritto entro 12 mesi dalla predetta data (e cioè entro il 18 (diciotto) dicembre 2009 (duemilanove) [termine prorogato dal Consiglio di Amministrazione del 9 (nove) dicembre 2009 (duemilanove) di ulteriori 48 (quarantotto) mesi, e cioè sino al 18 (diciotto) dicembre 2013 (duemilatredici)], il capitale si intenderà aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte entro tale data.

L'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 18 dicembre 2008 ha deliberato un aumento di capitale sociale a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, per massimi Euro 1.000.000.000,00 da attuarsi, entro il 3 marzo 2013, mediante emissione di massime n. 25.000.000 di nuove azioni ordinarie, al servizio dell'esercizio di altrettanti warrant, al prezzo e secondo le modalità tutte indicate nella relativa delibera.

Invariato

L'assemblea del [23/24/25 ottobre] 2010 ha deliberato di

	<p>aumentare il capitale sociale in via scindibile, per massimi Euro 141.520.704,00 (centoquarantunomilioni cinquecentoventimila settecentoquattro virgola zero zero) con esclusione del diritto di opzione mediante emissione alla pari di massime n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantunomila duecento) azioni ordinarie prive di valore nominale, godimento regolare, da riservare esclusivamente a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote del fondo comune d'investimento immobiliare chiuso "Investietico"; detto aumento da eseguirsi entro il 31 dicembre 2010.</p>
<p><i>Le azioni sono nominative quando ciò sia prescritto dalle leggi vigenti.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>Diversamente le azioni, se interamente liberate, potranno essere nominative o al portatore, a scelta e spese dell'azionista.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>Sono salve le disposizioni in materia di rappresentazione, legittimazione, circolazione delle partecipazioni sociali previste per i titoli negoziati in mercati regolamentati.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>L'aumento di capitale sociale potrà avvenire anche mediante emissione di azioni aventi diritti diversi e con conferimenti diversi dal danaro nei limiti consentiti dalla legge.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>Ferma ogni altra disposizione in materia di aumento di capitale, questo potrà essere aumentato con conferimenti in danaro ed esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente alla condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato da apposita</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>

<p><i>relazione della società incaricata alla revisione contabile. La deliberazione di cui al presente comma è assunta con i quorum di cui agli artt. 2368 e 2369 Cod. Civ..</i></p>	
<p><i>L'assemblea straordinaria può deliberare ai sensi dell'articolo 2349 del codice civile l'assegnazione di utili con emissione a titolo gratuito di azioni ordinarie per un ammontare nominale corrispondente agli stessi.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>L'assemblea straordinaria può deliberare nei limiti di legge l'emissione di strumenti finanziari e la costituzione di patrimoni separati.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>

4. *di conferire al Presidente del Consiglio di Amministrazione ogni e più ampio potere per espletare le formalità richieste dalla legge ed apportare ai deliberati assembleari le eventuali modifiche richieste in sede di iscrizione presso il competente Registro delle Imprese e/o da ogni competente Autorità e, in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato, compresa dunque la facoltà di procedere ai depositi di legge conseguenti alla esecuzione dell'aumento di capitale sopra deliberato.*

** ***** **

Milano, 8 settembre 2010

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Marco Prete

YORKVILLE BHN SpA

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DEGLI
ARTICOLI 158, COMMA 1 DEL DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N° 58 e
2441, COMMA 6 DEL CODICE CIVILE**

- 1) SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RISERVATE
ALL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE A SERVIZIO
DELL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO AVENTE AD OGGETTO
LE QUOTE DEL FONDO INVESTIETICO**
- 2) SUL CRITERIO AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI
EMISSIONE DELLE AZIONI RISERVATE ALL'AUMENTO DI
CAPITALE SOCIALE A SERVIZIO DEL CONFERIMENTO DI QUOTE
DI PARTECIPAZIONE IN YORKVILLE ADVISORS LLC E DI QUOTE
DI PARTECIPAZIONE CHE CONFERISCONO LA TITOLARITA' DEI
DIRITTI PATRIMONIALI IN YORKVILLE ADVISORS GP LLC**

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE, AI SENSI DEGLI ARTICOLI 158, COMMA 1 DEL DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N° 58 E 2441, COMMA VI DEL CODICE CIVILE,

1. SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RISERVATE ALL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE A SERVIZIO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO AVENTE AD OGGETTO LE QUOTE DEL FONDO INVESTIETICO E
2. SUL CRITERIO AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RISERVATE ALL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE A SERVIZIO DEL CONFERIMENTO DI QUOTE DI PARTECIPAZIONE IN YORKVILLE ADVISORS LLC E DI QUOTE DI PARTECIPAZIONE CHE CONFERISCONO LA TITOLARITA' DEI DIRITTI PATRIMONIALI IN YORKVILLE ADVISORS GP LLC

Agli Azionisti di
Yorkville bhn SpA
Via Sofferino 7
20121 Milano

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

In relazione alle proposte di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile e 158, primo comma, del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58 (di seguito, il "TUF"), abbiamo ricevuto da Yorkville bhn SpA (di seguito anche "Yorkville" o la "Società") le relazioni redatte dal Consiglio di Amministrazione (di seguito il "Consiglio" o gli "Amministratori") il giorno 8 settembre 2010 (di seguito, individualmente, la "Relazione degli Amministratori" ovvero, insieme, le "Relazioni degli Amministratori"), allegate alla presente relazione, che illustrano e motivano le suddette proposte di aumento di capitale sociale indicando i criteri individuati dagli Amministratori al fine della determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione. La proposta del Consiglio descritta nelle Relazioni ha per oggetto:

- (a) l'aumento di capitale sociale della Società, fino ad un massimo di Euro 141.520.704, tramite emissione alla pari di nuove azioni ordinarie da liberarsi mediante conferimento in natura, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile, a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria (di seguito "OPS") avente ad oggetto la totalità delle quote del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso Investietico (di seguito "Investietico"), istituito e gestito da AEDES BPM Real Estate SGRSpA, quotate sul segmento Fondi Chiusi del Mercato Telematico degli Investment Vehicles organizzato e gestito da Borsa Italiana SpA. Come indicato nella Relazione

degli Amministratori relativa all'operazione in questione, a seguito del proposto raggruppamento delle azioni ordinarie in circolazione nel rapporto di n° 1 nuova azione ordinaria per ogni n° 100 vecchie azioni ordinarie, la Società riconoscerà a ciascun aderente all'offerta n° 300 azioni Yorkville di nuova emissione per ogni quota di Investietico portata in adesione all'offerta. Nella Relazione degli Amministratori si legge inoltre che l'offerta ha ad oggetto tutte le 61.504 quote di Investietico (di seguito "Quote Investietico") e che, pertanto, in caso di integrale adesione all'offerta, la Società emetterà alla pari massime n° 18.451.200 azioni ad un prezzo unitario di sottoscrizione pari a Euro 7,67;

- (b) l'aumento di capitale sociale della Società, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile per massimi Euro 150.000.000, oltre a sovrapprezzo da determinarsi tenendo conto del prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione e del valore nominale implicito delle azioni della Società in circolazione prima dell'esecuzione del conferimento di seguito descritto (di seguito "Operazione YA/YAGP"), mediante emissione di azioni da sottoscrivere da parte dei signori Mark Angelo, Mathew Beckam, Gerald Eicke e David Gonzales (di seguito le "Persone Fisiche") in più *tranche* e da liberarsi mediante conferimento in natura delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (di seguito "Quote YA"), e di una particolare categoria di quote di partecipazione portanti i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP Limited Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (di seguito "Quote con Diritti Patrimoniali YAGP"). La Relazione degli Amministratori riferita all'operazione in questione evidenzia che il prezzo di emissione potrà essere anche diverso per ciascuna *tranche* e sarà pari al maggiore dei seguenti valori: (i) valore per azione come risultante dal minore dei prezzi medi ponderati del titolo Yorkville registrati nei dieci giorni di borsa aperta precedenti la data di ricezione di ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna *tranche*, diminuito del 5% (gli Amministratori precisano altresì che sarà onere del Consiglio provvedere a escludere i giorni di borsa aperta nei quali il titolo Yorkville abbia registrato andamenti da ritenersi anormali, ovvero manifestamente divergenti rispetto alla media e al trend di periodo e che quindi non esprimono correttamente il valore di mercato); (ii) valore per azione che verrà determinato dal Consiglio, alla data in cui sarà ricevuta ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna *tranche*, sulla base del valore economico della Società calcolato in base alla metodologia e prassi valutativa di volta in volta applicata dal Consiglio, avendo anche a riferimento le risultanze economico e patrimo-

niali evidenziate nella più recente relazione finanziaria approvata, a seconda del caso, dal Consiglio o dall'Assemblea dei Soci. Nella Relazione degli Amministratori si legge inoltre che il termine ultimo per la sottoscrizione dell'aumento di capitale viene stabilito nel 31 dicembre 2010, fatta salva l'efficacia progressiva delle sottoscrizioni relative a ciascuna delle *tranches* in cui l'aumento di capitale si articolerà.

Le suddette proposte di aumento di capitale saranno sottoposte all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in prima convocazione per il giorno 23 ottobre 2010 e, occorrendo, in seconda e terza convocazione rispettivamente per il giorno 24 ottobre 2010 e per il giorno 25 ottobre 2010.

Con riferimento all'OPS, il Consiglio si è avvalso delle valutazioni elaborate dal proprio *advisor* finanziario KON SpA (di seguito "KON" o l'"*Advisor*").

In qualità di società incaricata della revisione legale del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato di Yorkville, la presente relazione è da noi emessa ai sensi dell'articolo 158, primo comma, TUF e dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile ai fini di esprimere il nostro parere sull'adeguatezza del (i) criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'OPS e sulla corretta applicazione dello stesso e dei (ii) criteri proposti dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'Operazione YAYAGP.

Le conclusioni espresse nella presente relazione sono inoltre basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

2 SINTESI DELL'OPERAZIONE

Operazione OPS

Nella Relazione degli Amministratori relativa all'aumento di capitale in oggetto, il Consiglio riferisce che l'operazione consiste in un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria ai sensi degli artt. 102 e ss. TUF, avente ad oggetto la totalità delle Quote Investimento. Gli Amministratori precisano che l'efficacia dell'offerta è espressamente subordinata, tra l'altro, alla soglia minima di adesione dei titolari di n° 6.150 quote, pari al 10% delle quote in circolazione. La Società si riserva tuttavia la facoltà di rinunciare a

della condizione entro il terzo giorno di calendario successivo alla chiusura del periodo di adesione.

Nella loro Relazione con riferimento all'OPS gli Amministratori indicano le seguenti principali ragioni che hanno indotto il Consiglio a valutare positivamente l'esecuzione dell'OPS:

- acquisizione di attività finanziarie con sottostante immobiliare gestito professionalmente, idonee a generare flussi di cassa nel breve periodo, con possibilità di rivalutazione nel medio termine, anche in vista della liquidazione di Investietto;
- perseguimento della strategia di costruzione di un portafoglio di investimenti diversificato in settori fra loro poco correlati;
- ampliamento e diversificazione della compagine sociale, con conseguente aumento del flottante ed incremento della capitalizzazione di borsa;
- maggiore appetibilità della Società per gli Investitori istituzionali e - nel caso di operazioni basate su scambi di quote azionarie - per le controparti industriali, in ragione della maggiore patrimonializzazione, capitalizzazione e liquidità, nonché della complessiva diversificazione del rischio e dell'ampliamento del perimetro di portafoglio.

Operazione YA/YAGP

Nella Relazione degli Amministratori riferita all'aumento di capitale in oggetto, il Consiglio riferisce che l'operazione consiste in un aumento di capitale della Società con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, a servizio del conferimento di quanto segue:

- fino alla totalità delle Quote YA e
- fino alla totalità delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP. Nella Relazione degli amministratori si precisa che le Quote con Diritti Patrimoniali YAGP conferiscono al proprietario delle stesse il diritto ad ottenere la relativa quota di risultato (qualora ne sia deliberata la distribuzione da parte dei detentori delle quote aventi diritti di voto), rettificato per tener conto di taluni aspetti contrattuali.

Sempre nella Relazione degli Amministratori è altresì precisato che non sono conferite le quote della Yorkville Advisors GP Limited Liability Company (di seguito "YAGP") aventi diritti di voto.

Secondo quanto riportato dal Consiglio, la Yorkville Advisors Limited Liability

Company (di seguito "YA") è la società di gestione del fondo YA Global Investments LP (di seguito il "Fondo"). Il Fondo controlla il fondo YA Global Dutch BV, titolare, alla data della presente relazione, del 26,288% del capitale sociale della Società. Il Fondo, attraverso la controllata indiretta YA Global Dutch BV, detiene il controllo di fatto della Società.

La YAGP è il general partner del Fondo che, in base alle clausole contenute negli accordi di gestione e che disciplinano i rapporti con i quotisti del Fondo, detiene il controllo di quest'ultimo. I possessori delle quote con diritti di voto di YAGP continueranno a detenere il controllo di YAGP e del Fondo. Per tale motivo, il conferimento delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP non conferirà alla Società poteri di controllo sulla YAGP, né tantomeno sui fondi controllati dalla YAGP. Nella Relazione degli Amministratori si evidenzia che la modalità del conferimento sono regolate dal contratto di acquisizione tra la Società e le Persone Fisiche, sottoscritto l'8 settembre 2010 (di seguito "Contratto di Acquisizione"). In particolare - si precisa nella Relazione degli Amministratori - tale contratto prevede:

- l'avvio, subordinatamente a certe condizioni specificate nel contratto stesso (tra le quali il raggiungimento di una soglia di adesione all'OPS di almeno il 10% delle Quote Investimento), della procedura per il conferimento del 5% delle Quote YA e del 5% delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (di seguito "5% Iniziale") il cui inizio è previsto al più tardi entro il 28 febbraio 2011, da parte delle Persone Fisiche; e
- la possibile prosecuzione del conferimento attraverso l'esercizio di un diritto di opzione di acquisto concesso alla Società (di seguito "Opzione") dalle Persone Fisiche sul restante 95% delle Quote YA e sul restante 95% delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (di seguito "Restante 95%").

Nella loro Relazione, gli Amministratori riportano inoltre che, quale corrispettivo per il trasferimento delle quote relative al Restante 95%, la Società ha la facoltà di offrire azioni Yorkville di nuova emissione o denaro. Al riguardo, il Consiglio aggiunge che le Persone Fisiche hanno la facoltà di rifiutare, come corrispettivo del Restante 95%, l'offerta di nuove azioni e non potranno rifiutare, per contro, l'offerta in denaro.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, se l'Opzione sarà esercitata per cassa, il prezzo sarà determinato moltiplicando la percentuale della quota acquistata per Dollari 140 milioni. Se detta Opzione sarà esercitata mediante conferimento di nuove azioni Yorkville, il prezzo sarà determinato sulla base di una perizia che di volta in volta dovrà essere richiesta dalla Società.

L'Opzione può essere esercitata a partire dal 1° dicembre 2010 e per un periodo di tre anni, fino al 1° dicembre 2013.

Nel descrivere i principali termini dell'operazione, gli Amministratori rilevano inoltre che, al momento dell'avvio del conferimento del 5% Iniziale, le Persone Fisiche trasferiranno alla Società il 5% Iniziale che essa acquisirà immediatamente quale apporto in conto futuro aumento di capitale rimborsabile, che si trasformerà in aumento di capitale al momento dell'effettiva sottoscrizione delle nuove azioni. Ai sensi del Contratto di Acquisizione, le Persone Fisiche hanno l'obbligo di sottoscrivere, entro dodici mesi dalla data dell'avvio del conferimento del 5% Iniziale, azioni nuove della Società corrispondenti almeno al 40% del 5% Iniziale.

Gli Amministratori ricordano altresì che, qualora entro il 1° dicembre 2013 le Persone Fisiche non abbiano proceduto alla sottoscrizione di azioni in quantità tale da esaurire il restante 60% del 5% Iniziale (e per tanto qualora non si sia concluso il conferimento a servizio dell'intero 5% Iniziale), la Società:

- (a) potrà scegliere di pagare in contanti il valore delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP corrispondenti alla porzione non sottoscritta (ad un valore determinato sulla base dell'ultima perizia disponibile); oppure
- (b) dovrà procedere alla restituzione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP - e relativi dividendi eventualmente percepiti in relazione alle stesse - corrispondenti alla porzione non sottoscritta da parte delle Persone Fisiche (limitatamente al 5% Iniziale, restando quindi fermi eventuali acquisti di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP - e relativi dividendi - effettuati in sede di esercizio dell'Opzione). Inoltre, gli Amministratori ricordano che, sempre con riferimento al 5% Iniziale, il Contratto di Acquisizione prevede che le Persone Fisiche, qualora Yorkville dovesse decidere di procedere alla restituzione di cui al punto (b) che precede, avranno il diritto di riacquistare anche la restante porzione del 5% Iniziale effettivamente conferita al capitale della Società al valore al quale tale conferimento era stato effettuato.

Il Consiglio rammenta altresì che, qualora non dovesse aver inizio la procedura di conferimento a servizio del 5% Iniziale, (i) la Società e le Persone Fisiche dispongono della facoltà di recedere dal Contratto di Acquisizione entro il 28 febbraio 2011 e (ii) l'Opzione si intenderà concessa sul 100% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (e, quindi, non solo sul Restante 95%) che la Società potrà esercitare, secondo determinate procedure indicate dal Contratto di Acquisizione, ove non si sia stata esercitata la facoltà di cui al punto (i) che precede.

Nella Relazione degli amministratori con riferimento all'Operazione YAYAGP, sono indicate le seguenti principali ragioni in merito alla convenienza dell'operazione stessa:

- (i) l'operazione è in linea con le strategie della Società; particolare motivo di interesse è la capacità delle target di generare flussi di cassa immediati e positivi;
- (ii) l'attività svolta da YA e YAGP non richiede, per la sua stessa natura, impegni finanziari ulteriori rispetto al costo di acquisizione;
- (iii) le risorse eventualmente generate potranno essere destinate a finanziare futuri progetti di investimento anche in altri settori.

L'OPS e l'Operazione YAYAGP sono di seguito congiuntamente definite come le "Operazioni".

3 NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 158, primo comma, del DLgs 58/98 e 2441, sesto comma, del Codice Civile, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine (i) alle metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ai fini del previsto aumento di capitale relativo all'Operazione OPS e (ii) alle metodologie adottate dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni ai fini del previsto aumento di capitale relativo all'Operazione YAYAGP.

In particolare, con riferimento all'Operazione YAYAGP il presente parere è destinato unicamente agli azionisti chiamati a deliberare l'aumento di capitale all'ordine del giorno nell'assemblea convocata per il 23, 24 e 25 ottobre 2010, rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione, e non è pertanto destinato agli azionisti che saranno chiamati in assemblee successive a deliberare ulteriori aumenti di capitale nell'ambito dell'Operazione YAYAGP, come previsto dal Contratto di Acquisizione.

Con riferimento all'Operazione OPS, il presente parere di congruità indica il metodo seguito dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tale metodo, nonché sulla corretta applicazione dello stesso.

Con riferimento all'Operazione YAYAGP, il presente parere di congruità indica il metodo seguito dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle

nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori in relazione all'Operazione OPS e all'Operazione YA/YAGP, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né dei beni oggetto di conferimento, ovvero Quote Investitico, Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, che rimangono, invece, oggetto delle valutazioni ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lettera b del Codice Civile effettuate rispettivamente da Reddy's Group SpA e Deloitte Financial Advisory Services SpA, che hanno emesso apposite relazioni in tal senso.

Il nostro parere non ha la finalità di esprimersi, e non si esprime, sui valori dei beni conferiti (Quote Investitico, Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP), né tantomeno sulla fattibilità e sulle motivazioni economiche o strategiche alla base delle Operazioni.

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo analizzato la documentazione fornitaci dalla Società ed effettuato colloqui con la Direzione della stessa.

I principali documenti utilizzati ai fini delle nostre analisi sono di seguito elencati:

- bilancio di esercizio e consolidato di Yorkville al 31 dicembre 2009;
- bilancio di esercizio e consolidato di RPX Ambiente Srl al 31 dicembre 2009;
- bilancio di esercizio e consolidato di AQ Tech SpA al 31 dicembre 2009;
- bilanci di esercizio di Montefarmaco SpA, Sigmar SpA e Sigea Srl (società controllate da AQ Tech SpA) al 31 dicembre 2009;
- relazione semestrale di Yorkville e delle sue controllate (di seguito il "Gruppo Yorkville") al 30 giugno 2010;
- moduli di consolidamento di Yorkville, di RPX Ambiente Srl e di AQ Tech SpA, redatti ai fini della predisposizione della relazione semestrale del Gruppo Yorkville al 30 giugno 2010;
- piano previsionale 2010-2012 del Gruppo Yorkville, approvato dal Consiglio in data 8 settembre 2010;
- piano previsionale 2010-2014 di RPX Ambiente Srl, approvato dal consiglio di amministrazione di RPX Ambiente Srl in data 29 luglio 2010;

- relazione di valutazione del capitale economico del Gruppo Yorkville al fini dell'OPS al 30 giugno 2010, redatta da KON;
- Contratto di Acquisizione (come definito nella presente relazione) sottoscritto in data 8 settembre 2010;
- relazione illustrativa del Consiglio sulla proposta di aumento del capitale sociale con riferimento all'OPS dell'8 settembre 2010;
- relazione illustrativa del Consiglio sulla proposta di aumento del capitale sociale con riferimento all'Operazione YA/YAGP dell'8 settembre 2010;
- comunicato dell'offerente Yorkville relativo all'OPS dell'8 settembre 2010;
- relazione illustrativa del Consiglio sulla proposta di aumento del capitale sociale a servizio dei "warrant azioni ordinarie Yorkville bhn SpA 2010- 2013" da assegnare gratuitamente agli azionisti della Società;
- relazione illustrativa del Consiglio sulla proposta di riduzione, mediante raggruppamento, del numero delle azioni ordinarie rappresentative del capitale sociale; conseguente eventuale modifica dell'articolo 5, comma 1 dello Statuto Sociale.

Inoltre, nei limiti del presente incarico e per le sole finalità conoscitive delle Operazioni, abbiamo preso visione delle relazioni di stima ex-articolo 2343-ter, lettera b, secondo comma, del Codice Civile, predisposte da Reddy's Group SpA e da Deloitte Financial Services SpA rispettivamente con riferimento alle Quote Investitico e alle Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 7 ottobre 2010, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

6 METODO DI VALUTAZIONE E CONSIDERAZIONI ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI A SERVIZIO DELL'OPS E METODI DI VALUTAZIONE E CONSIDERAZIONI ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI A SERVIZIO DELL'ACQUISIZIONE DELLE QUOTE YA E DELLE QUOTE CON DIRITTI PATRIMONIALI YAGP

5.1 Premessa

Secondo quanto emerge dalle Relazioni degli Amministratori, questi ultimi hanno ritenuto di adottare due distinti approcci:

- nel caso dell'OPS, gli Amministratori hanno determinato un prezzo puntuale di emissione delle nuove azioni a servizio del conferimento delle Quote Investitico;
- nel caso di YA/YAGP, gli Amministratori hanno individuato un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, cui gli Amministratori stessi dovranno attenersi in sede di esecuzione dell'aumento di capitale. Pertanto, nel caso in esame, gli Amministratori non hanno stabilito in via definitiva, già in sede deliberativa, il prezzo di emissione delle nuove azioni in modo puntuale.

5.2 Le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'OPS

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori con riferimento all'OPS, preliminarmente all'esecuzione dell'aumento di capitale a servizio del conferimento in natura delle Quote Investitico, la Società intende procedere (i) al raggruppamento delle azioni ordinarie in circolazione (pari a n° 97.988.328) in ragione del rapporto di una nuova azione ordinaria per cento vecchie azioni ordinarie e (ii) al contestuale annullamento di n° 28 vecchie azioni ordinarie possedute dall'azionista di maggioranza relative a YA Global Dutch BV. Di conseguenza, post raggruppamento e annullamento, il capitale della Società sarà rappresentato da n° 979.883 di azioni.

Nella determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'aumento di capitale al servizio dell'OPS, gli Amministratori riferiscono anzitutto di aver tenuto conto, tra l'altro, delle condizioni di mercato e del recente andamento dei corsi di borsa del titolo Yorkville.

Il Consiglio riferisce altresì di essersi avvalso delle valutazioni elaborate dal proprio Advisor KON, il quale ha impiegato, fra una pluralità di metodologie di valutazione, quelle ritenute più appropriate in considerazione delle peculiarità della società. Il criterio di determinazione del prezzo di emissione a tal fine adottato dall'Advisor e fatto proprio dagli Amministratori è basato sull'analisi dei profili di rischio inerenti le singole partecipazioni detenute dalla Società, holding di partecipazioni.

Sulla base delle analisi di KON, recepite dal Consiglio, il valore del capitale economico della Società è stato determinato sulla base del criterio della "somma delle parti" (SOP), al netto dei costi di gestione della holding.

Più precisamente, l'Advisor ha proceduto a determinare il valore attribuibile alle singole partecipazioni utilizzando diverse metodologie di valutazione, quali il modello *Discounted Cash Flow* (DCF) e la valorizzazione tramite metodo diretto di determinazione e/o costo di acquisto.

Il valore corrente teorico delle partecipate RPX Ambiente Srl e AQ Tech SpA, ritenuto dagli Amministratori elemento fondamentale per rilevare le eventuali minus/plusvalenze nelle partecipazioni delle società, è stato determinato dall'Advisor (e recepito dal Consiglio), come segue:

- o RPX Ambiente: *Discounted Cash Flow* ("DCF");
- o AQ Tech: metodo dell'investimento diretto o costo di acquisto.

Il valore dei costi di gestione della Società è stato calcolato dall'Advisor sulla base dei costi desumibili dai bilanci separati storici (2008-2009) e dei valori previsionali (2010-2012).

RPX Ambiente

Nella Relazione degli Amministratori con riferimento all'OPS si legge che il valore di RPX Ambiente è stato determinato tramite il *Discounted Cash Flow Model*, che prevede che il valore corrente teorico di un'azienda venga calcolato come valore attuale dei flussi di cassa prospettici (determinati sulla base dei piani economico patrimoniali 2010-2014 regolarmente approvati dal Consiglio di Amministrazione di RPX Ambiente Srl) dell'entità in esame. Nel caso di specie, l'Advisor ha scelto l'attualizzazione dei flussi di cassa di natura operativa, netti della componente fiscale calcolata sul reddito operativo.

A tali flussi, l'Advisor ha sommato il valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo medio 2011-2014 (*Terminal Value*), ridotto delle relative imposte di competenza.

Da tale attualizzazione è stato ottenuto l'*Enterprise Value* della RPX Ambiente, al quale è stata sommata algebricamente la posizione finanziaria netta alla data del 30 giugno 2010.

Il tasso di attualizzazione è stato calcolato dall'*Advisor* in modo da rappresentare sia la rischiosità dell'investimento nel capitale di rischio della società oggetto dell'analisi, sia le ridotte dimensioni della stessa e la limitata liquidabilità dell'investimento.

Gli Amministratori rilevano che nel corso degli anni RPX Ambiente è stata più volte soggetta a fermi produttivi dovuti a guasti negli impianti di produzione, che hanno portato a disattendere parte delle previsioni economico patrimoniali costruite negli anni precedenti.

Alla luce di ciò, il Consiglio riferisce che, nell'ultimo semestre e per i mesi futuri, sono stati effettuati/programmati investimenti atti alla riduzione di tali problematiche e volti ad aumentare la capacità produttiva. Gli Amministratori aggiungono che, pur essendo stata completata la prima fase di tali programmi e pur essendo stati raggiunti gli obiettivi industriali previsti, si è deciso di tenere conto nella valutazione del manifestarsi di eventuali ulteriori problemi tecnico industriali, che potrebbero incidere sul valore di RPX Ambiente, adeguando coerentemente il tasso di attualizzazione.

In considerazione di quanto sopra, il tasso di attualizzazione (WACC) indicato nella relazione dell'*Advisor* è pari a 10,5%.

Nella Relazione degli Amministratori si legge quindi che, considerando che dai flussi attuali calcolati sulla base del piano economico patrimoniale 2010- 2014 emerge un valore attuale degli stessi pari a Euro 5.008.000, che il *Terminal Value* così come definito in precedenza è pari a Euro 9.915.000 e considerando che la Posizione Finanziaria Netta al 30 giugno 2010 (nella quale sono stati considerati anche i debiti commerciali scaduti e/o riscadenziati verso fornitori e fisco) è pari a Euro 7.558.000, il valore del capitale economico di RPX Ambiente risulta essere pari a Euro 7.366.000.

AQ Tech

Gli Amministratori riferiscono che il valore del capitale economico di AQ Tech SpA è stato confermato pari al valore risultante dal bilancio separato al 30 giugno 2010.

Il valore corrente teorico della partecipazione di Yorkville nel capitale di AQ Tech è circa Euro 2.544.000, pari al valore iscritto nel bilancio separato della Società.

Costi di gestione della Società

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori con riferimento all'OPS, i costi di gestione della Società sono calcolati come valore medio dei risultati storici 2008-2009 e prospettici 2010-2012, depurando i valori del 2010 dai costi sostenuti per le operazioni straordinarie in atto.

I costi così determinati risultano pari a Euro 2.900.000.

Il valore corrente teorico della Società è stato stimato quindi quale somma algebrica dei seguenti fattori:

- Patrimonio netto contabile al 30 giugno 2010 di Yorkville bhn SpA pari a Euro 8.028 migliaia;
- Minusvalenza implicita nel valore di carico della partecipazione in RPX Ambiente Srl determinata sulla base dell'applicazione del metodo del discounted cash flow e del piano economico finanziario 2010-2014 della società;
- Valore economico pari al corrispondente valore di carico del 18,8% di AQ Tech SpA iscritto nel bilancio di esercizio di Yorkville al 31 dicembre 2009;
- Costi di gestione della holding determinati pari a Euro 2,9 milioni corrispondenti alla media aritmetica tra valori storici 2008-2009 e prospettici 2010-2012, rettificati di eventuali oneri non ricorrenti.

Il valore del capitale economico della Società alla data del 30 giugno 2010 determinato dall'Advisor e fatto proprio dagli Amministratori risulta pertanto essere pari a Euro 4.392.000.

A integrazione delle valutazioni di KON, che si riferiscono al 30 giugno 2010, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno evidenziare che in data successiva, il 29 luglio 2010, si è positivamente concluso un aumento di capitale, in esecuzione al SEDA (*Stand By Equity Distribution Agreement*), per Euro 1,7 milioni, del quale gli Amministratori hanno reputato di dover tenere conto al fine della determinazione del valore economico di Yorkville e, quindi, del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Gli Amministratori segnalano altresì che esistono dei valori potenziali inespressi nel gruppo Yorkville che, pur non essendo suscettibili di autonoma e immediata valorizzazione, devono essere tenuti in adeguata considerazione, poiché già rappresentati nei corsi di borsa del titolo, in particolare:

- regolarizzazione/stabilizzazione del processo produttivo di RPX Ambiente a seguito degli investimenti effettuati;
- conclusione di trattative in atto con primarie società farmaceutiche Internazionali per le molecole attualmente sviluppate da Sigee Srl, società controllata da AQ Tech SpA.

Il Consiglio di Amministrazione riferisce inoltre che, anche sulla base delle indicazioni dell'articolo 2441 del Codice Civile, non può comunque non fare riferimento alle quotazioni di borsa delle azioni Yorkville.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori con riferimento all'OPS, il valore risultante dalla media ponderata (per i volumi giornalieri) delle capitalizzazioni del titolo dal 1° marzo al 1° settembre 2010, è pari a Euro 8.810.000.

In conclusione, sulla scorta delle valutazioni svolte dall'Advisor e fatte proprie dagli Amministratori, considerato che:

- il valore della Società derivante dall'utilizzo delle metodologie di calcolo puntuali è pari a Euro 4.392.000 e, tenuto conto dell'aumento di capitale perfezionatosi in data 29 luglio 2010, pari ad Euro 6.092.000;
- che la capitalizzazione di borsa del titolo Yorkville, calcolata come media ponderata a sei mesi è pari a Euro 8.810.000,

Il valore della Società derivante dalla media semplice tra le due metodologie è pari a Euro 7.451.000 che, arrotondato a Euro 7.500.000, corrisponde ad un valore per azione di Euro 7,65. Gli Amministratori evidenziano quindi che il prezzo unitario di emissione delle nuove azioni, determinato in Euro 7,67, è pertanto in linea con tale valore.

Alla luce di quanto sopra esposto, il prezzo unitario di emissione delle azioni è stato determinato dagli Amministratori, assumendo l'avvenuto perfezionamento della sopra citata operazione di raggruppamento delle azioni attualmente in circolazione, in Euro 7,67. Tale valore, come anticipato sopra, deriva sostanzialmente dalla media semplice tra le due metodologie sopra descritte.

5.3 Il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'acquisizione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP

In relazione all'Operazione YA/YAGP, gli Amministratori hanno proposto di adottare un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, e non un prezzo puntuale e finale come nel caso dell'OPS. Il criterio prevede che il

prezzo di emissione delle nuove azioni, che potrà essere diverso per ciascuna *tranche*, sarà pari al maggiore dei seguenti valori:

- valore per azione come risultante dal minore dei prezzi medi, ponderati per i volumi, del titolo registrati nei 10 giorni di Borsa aperta precedenti la data di ricezione di ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna *tranche*, diminuito del 5%. La Relazione degli Amministratori precisa che sarà onere del Consiglio di Yorkville escludere i giorni di Borsa aperta nei quali il titolo azionario abbia registrato andamenti da ritenersi anormali, ovvero manifestamente divergenti rispetto alla media ed al trend di periodo, e che quindi non esprimono correttamente il valore di mercato;
- valore per azione che verrà determinato dal Consiglio di Amministrazione, alla data in cui sarà ricevuta ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna *tranche*, sulla base del valore economico di Yorkville calcolato in base alla metodologia e prassi valutativa di volta in volta applicata dagli Amministratori, avendo anche a riferimento le risultanze economiche e patrimoniali evidenziate nella più recente relazione finanziaria approvata, a seconda del caso, dal Consiglio di Amministrazione o dall'Assemblea dei Soci (resoconto intermedio trimestrale di gestione, relazione semestrale o bilancio di esercizio).

In sintesi, il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà determinato come minore dei prezzi medi ponderati del titolo Yorkville, registrati nei 10 giorni di Borsa aperti precedenti la data della richiesta sottoscrizione delle nuove azioni, diminuito del 5%, ovvero, se maggiore, come corrispondente frazione del valore economico della Società, come determinato dal Consiglio di Amministrazione.

8 LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società dell'8 settembre 2010;
- svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori, con riferimento all'OPS e con riferimento all'Operazione YAYAGP;
- effettuato una analisi e lettura critica della relazione di valutazione del capitale economico del Gruppo Yorkville al fine dell'OPS, predisposta da KON;
- svolto, per le sole finalità conoscitive dell'OPS nel suo complesso, una limitata lettura della relazione di stima ex 2343 ter, secondo comma, lettera b, del

Codice Civile, predisposta da Reddy's Group SpA con riferimento al conferimento delle Quote Investietico nella Società;

- svolto, per le sole finalità conoscitive dell'Operazione YAYAGP nel suo complesso, una limitata lettura della relazione di stima ex 2343 ter, secondo comma, lettera b, del Codice Civile, predisposta da Deloitte Financial Services SpA con riferimento al conferimento delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP nella Società;
- svolto un esame critico del criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dell'OPS e dei criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'acquisizione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, con la finalità di riscontrarne l'adeguatezza nelle circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- esaminato le analisi e le valutazioni effettuate dagli Amministratori per riscontrare la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in merito alla scelta di ciascun criterio;
- effettuato analisi al fine di verificare la coerenza tra i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori e le normali prassi valutative. In particolare, abbiamo svolto un'analisi dei "fondamentali" di Yorkville al fine di verificare se il corrente prezzo di Borsa possa essere rappresentativo del possibile valore corrente della Società, tenuto conto della recente *performance* aziendale;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni della Società nell'ultimo anno antecedente alla data delle Relazioni degli Amministratori e rilevato altre informazioni quali, a titolo esemplificativo, le caratteristiche del flottante, l'andamento dei prezzi di Borsa rispetto sia al segmento di riferimento di Borsa sia alle società italiane quotate che operano nello stesso settore di attività. Tale verifica è stata svolta al fine di individuare elementi rilevanti che influiscono/potrebbero influire sulla significatività dei prezzi di Borsa e sulla comprensione dell'orizzonte temporale individuato dagli Amministratori nella definizione del criterio determinato con particolare riferimento al conferimento delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP;
- sviluppato autonomi spunti valutativi in ordine alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. In particolare:

- o con riferimento all'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni Yorkville nei sei mesi precedenti la data delle Relazioni degli Amministratori, abbiamo calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di sei mesi, tre mesi e un mese precedenti la data delle Relazioni;
- o abbiamo effettuato analisi di sensitività dei principali parametri adottati da KON al fini della stima del valore economico di Yorkville;
- abbiamo verificato la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento, nonché, con riferimento all'aumento di capitale relativo all'OPS, la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione del criterio adottato dal Consiglio di Amministrazione;
- abbiamo ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione trasmessici e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento delle Operazioni e agli altri elementi presi in considerazione.

Si precisa che le nostre analisi sono state predisposte unicamente avendo riguardo alle finalità del presente incarico esposte nella presente relazione e senza entrare nel merito del valore attribuibile alle Quote Investimento e alle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP nell'ambito della realizzazione delle suddette Operazioni.

7 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Le Relazioni degli Amministratori, con riferimento alle Operazioni in esame, descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate e il processo logico seguito ai fini della scelta dei criteri per la determinazione dei prezzi di emissione delle azioni nei due casi in esame.

In linea generale, si osserva che gli Amministratori, nel presentare contestualmente all'approvazione dell'Assemblea le due Operazioni, pur laddove utilizzano metodologie analoghe, impiegano criteri applicativi significativamente differenti. Tuttavia, risultano significative differenze tra i criteri applicativi.

In particolare, il metodo di borsa prende a riferimento, nelle Operazioni, orizzonti temporali diversi e differenti modalità di individuazione dei valori nell'ambito di tali diversi orizzonti temporali.

Inoltre, l'ambito discrezionale lasciato agli Amministratori nella determinazione, nell'ambito dell'operazione YAYAGP, del valore economico della Società potrebbe consentire agli stessi l'utilizzo di metodologie anche significativamente diverse da quella utilizzata nell'OPS.

Tali difformità evidenziano un'incoerenza e disomogeneità non motivate nelle Relazioni degli Amministratori.

Al riguardo si evidenzia quanto segue:

A. Operazione OPS

- Con riferimento all'OPS, il Consiglio di Amministrazione ha scelto di esprimere un prezzo puntuale e "finale" di emissione delle azioni pari ad Euro 7,67, che corrisponde alla media semplice tra: (i) il valore economico della Società determinato dall'advisor KON sulla base del criterio della somma della parti, al netto dei costi di gestione e tenuto anche conto dell'aumento di capitale perfezionatosi in luglio 2010; e (ii) il valore risultante dalla media ponderata (per i volumi giornalieri) delle capitalizzazioni di Borsa del titolo dal 1° marzo 2010 al 1° settembre 2010.
- I metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione della Società sono comunemente accettati e utilizzati, sia a livello nazionale che internazionale, nell'ambito di valutazioni di realtà operanti nel settore di attività. La Società è stata valutata ricorrendo ad una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi.
- La pari dignità assegnata ai metodi utilizzati dagli Amministratori nell'ambito del criterio prescelto per la determinazione del prezzo di emissione non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa nell'ambito delle suddette metodologie.
- Con riferimento al valore economico della Società, gli Amministratori, con l'ausilio dell'Advisor, si sono avvalsi di criteri che riflettono le caratteristiche specifiche di Yorkville. In particolare, la scelta degli Amministratori di utilizzare la metodologia della c.d. somma della parti, che nel dettaglio si è basata sull'utilizzo di metodi finanziari (*Discounted Cash Flow*) per RPX Ambiente Srl e del metodo dell'investimento diretto o del costo di acquisto

per AQ Tech SpA, è da ritenersi ragionevole e non arbitraria in quanto comunemente utilizzata nella valutazioni di società holding.

- Nel caso di specie, gli Amministratori non hanno utilizzato metodologie di controllo, né hanno indicato le motivazioni alla base di tale scelta. In considerazione del fatto che RPX Ambiente Srl ha avviato all'inizio del 2010 un programma di *turnaround* e AQ Tech SpA non dispone allo stato di piani economico-finanziari aggiornati e approvati per quanto concerne la tre società partecipate, l'applicazione di altre metodologie con finalità di controllo risulterebbe oggettivamente difficoltosa e di scarsa significatività.
- Il riferimento ai corsi di Borsa individuato dagli Amministratori 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. L'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile.
- L'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi ponderati di mercato su un ampio arco temporale, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa e gli effetti della elevata volatilità e degli scarsi volumi storicamente scambiati che caratterizzano il titolo Yorkville, appare anche conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema e pertanto risulta ragionevole e non arbitrario. Ragionevole appare quindi la scelta dell'intervallo temporale di sei mesi, corrispondente al più ampio arco temporale di osservazione individuato dal sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile e comunemente adottato nella prassi, al fine di tener conto della volatilità del mercato.
- La scelta degli Amministratori di adottare una media dei prezzi ufficiali ponderata per i volumi scambiati globalmente risulta in linea con la prassi di mercato. In effetti, come espressamente richiamato dalla dottrina, tale procedimento di calcolo consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti giornate, attribuendo un

maggior rilievo a prezzi formati a fronte di un maggiore volume di negoziazioni, risultando pertanto ragionevole, nelle circostanze.

- Come anticipato, gli Amministratori hanno ponderato in uguale misura il valore economico della Società determinato sulla base della metodologia della cd. somma delle parti e il maggiore valore di Borsa avendo riguardo ad un ampio orizzonte temporale. Al riguardo, le analisi di sensitività da noi elaborate sui prezzi medi ponderati di Borsa facendo riferimento a orizzonti temporali fino alla data delle Relazioni degli Amministratori meno ampi rispetto al semestre, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori e, di fatto, una scelta tutelante la posizione degli azionisti esclusi dal diritto di opzione. Quanto sopra, alla luce dei valori mediamente inferiori risultanti dall'osservazione dei corsi di Borsa su periodi di riferimento più brevi del semestre, che tengono conto del recente trend di mercato osservato per le quotazioni di Borsa del titolo.

B. Operazione YA/YAGP

- Con riferimento all'Operazione YA/YAGP, gli Amministratori hanno scelto di individuare un criterio alternativo per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni che fa riferimento al maggior valore determinato in base alle seguenti metodologie:
 - (i) il valore per azione come risultante dal minore dei prezzi medi ponderati del titolo Yorkville registrati nei dieci giorni di Borsa precedenti la data di ricezione di ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni. Tale valore è oggetto di uno sconto del 5%. Viene altresì attribuito al Consiglio di Amministrazione l'onere di provvedere ad escludere i giorni di Borsa aperta nei quali il titolo Yorkville abbia registrato andamenti da ritenersi anormali, ovvero manifestamente divergenti rispetto alla media e al trend di periodo che non rappresentano il valore di mercato; e
 - (ii) valore per azione che verrà determinato dal Consiglio, alla data di ricezione di ciascuna richiesta di sottoscrizione, sulla base del valore economico della Società calcolato in base alla metodologia e prassi valutativa di volta in volta applicate dal Consiglio, avendo anche a riferimento le risultanze economico e patrimoniali evidenziate nella più recente relazione finanziaria approvata, a seconda del caso, dal Consiglio o dall'Assemblea dei Soci.
- In relazione alle peculiarità dell'Operazione YA/YAGP, che può realizzarsi in una o più *tranches* in un arco temporale proiettato nel tempo, la scelta degli Amministratori di adottare soltanto un criterio di determinazione del

prezzo di emissione delle nuove azioni, anziché un prezzo puntuale e "finale" come nel caso dell'OPS, appare in linea con la prassi seguita in circostanze analoghe.

- Tuttavia, nel caso di specie, la modalità di applicazione del metodo delle quotazioni di borsa prescelta dagli Amministratori, che fa riferimento ad un prezzo puntuale individuato nell'ambito di un periodo di osservazione limitato e circoscritto a dieci giorni antecedenti la richiesta di sottoscrizione delle nuove azioni, non appare nelle circostanze adeguata, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla luce delle caratteristiche del titolo Yorkville e dell'insieme degli elementi nel seguito indicati.
- In effetti, i prezzi di Borsa tendenzialmente esprimono il valore economico dell'emittente, teoricamente determinabile attraverso metodologie analitiche, solo in presenza di titoli dotati di un buon grado di liquidità, di consistenti volumi giornalieri scambiati ed in assenza di andamenti anomali delle quotazioni.
- Gli stessi Amministratori, nella loro Relazione con riferimento all'OPS, evidenziano infatti che il metodo delle quotazioni di mercato "è generalmente utilizzato nella prassi per la valutazione di soggetti quotati, a condizione che il volume di titoli scambiati sul mercato sia sufficientemente significativo e che si tenga conto di un arco temporale abbastanza ampio, tale da compensare eventuali picchi dei corsi giornalieri" (cfr. lvi, pag. 15). Gli Amministratori aggiungono altresì che "al beneficio di avere una valutazione ritenuta sempre aggiornata si associa il rischio di considerare gli effetti della volatilità tipica dei mercati borsistici, che si estrinseca in quotazioni giornaliere che possono differire molto tra loro. Per questo motivo, il metodo delle quotazioni di mercato deve essere temperato da osservazioni su periodi temporali più o meno estesi" (cfr. lvi, pag. 16).
- Nel caso in esame, con riferimento alle caratteristiche del titolo Yorkville, abbiamo rilevato che:
 - la volatilità media del titolo Yorkville è elevata rispetto alla media del segmento di Borsa: la volatilità media a uno-tre-sei mesi antecedenti la data delle Relazioni è stata sempre superiore al 60%, con un valore medio nell'ultimo mese antecedente la data delle Relazioni prossimo al 70% (per il segmento di riferimento la media è di poco superiore al 40%);
 - storicamente i volumi scambiati non sono di apprezzabile entità. Sebbene nel corso dell'ultimo anno antecedente la data delle

Relazioni i volumi scambiati siano superiori rispetto a quanto registrato nei periodi precedenti, nel corso degli ultimi 6 mesi (anteriori alla data delle Relazioni) gli scambi si sono ridotti;

- o sussiste una scarsa copertura di ricerca sul titolo da parte degli analisti.
- In questo contesto, in connessione all'OPS e ai suoi risultati, le caratteristiche del titolo Yorkville ed i suoi andamenti potrebbero subire notevoli variazioni.
- Tenuto conto di quanto sopra riportato, riteniamo che il prezzo espresso dal mercato in relazione ai titoli della Società in un singolo giorno di quotazione potrebbe non essere rappresentativo del suo effettivo valore economico.
- Inoltre, nel caso di specie, occorre considerare, da un lato, che la determinazione del prezzo di emissione potrebbe essere, potenzialmente, il risultato di scelte discrezionali, come descritto nel successivo capoverso, e di andamenti che risentono di oscillazioni non legate ai fondamentali economici della Società. Dall'altro lato, gli Amministratori non hanno previsto di riesaminare tale criterio, di volta in volta, al fine di accertare se il prezzo determinato attraverso l'applicazione dello stesso criterio, e la percentuale di sconto applicata, siano coerenti con la situazione di mercato e con la situazione economica della Società e allineati alle condizioni applicate a operazioni comparabili sul mercato italiano e/o mercati esteri per operazioni simili.
- Le modalità di applicazione del criterio di borsa adottate dagli Amministratori, che fanno riferimento a un arco temporale antecedente a ciascuna richiesta di sottoscrizione delle nuove azioni, possono determinare un prezzo di emissione di fatto scelto dal sottoscrittore. La precisazione effettuata dagli Amministratori, secondo cui sarà onere del Consiglio escludere i giorni di Borsa aperta nei quali il titolo Yorkville abbia registrato andamenti da ritenersi anormali, ovvero manifestamente divergenti rispetto alla media ed al trend di periodo che non esprimono correttamente il valore di mercato, non appare di per sé idonea a superare i limiti metodologici sopra evidenziati, anche per il carattere di ampia discrezionalità con cui il Consiglio potrà effettuare detta esclusione.
- La scelta degli Amministratori di applicare uno sconto al minore dei prezzi medi giornalieri, ponderati per i volumi scambiati, dei dieci giorni di borsa aperta antecedenti alla data di ricezione della richiesta di sottoscrizione è presente nella prassi. Peraltro, gli Amministratori non hanno motivato nella

loro Relazione con riferimento all'Operazione YA/YAGP la scelta dell'applicazione di uno sconto, né la quantificazione da loro effettuata.

- Con riferimento poi al valore per azione determinato dagli Amministratori "sulla base del valore economico della Società calcolato in base alla metodologia e prassi valutativa di volta in volta applicata dal Consiglio", si rileva che una tale formulazione non consiste di per sé nell'identificazione di una precisa metodologia e finisce per demandare all'ampia discrezionalità degli Amministratori, in sede esecutiva, l'individuazione del criterio dagli stessi ritenuto adeguato nelle circostanze. L'assenza nella Relazione degli Amministratori con riferimento all'Operazione YA/YAGP di una concreta ed effettiva scelta di metodologie valutative da parte del Consiglio per la determinazione del valore economico della società, e la conseguente impossibilità di verificarne le motivazioni sottostanti, nonché la mancanza di un metodo di controllo, rende a nostro avviso l'approccio adottato dagli Amministratori non adeguato, nelle circostanze, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà.

8 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:
 - mentre per la proposta di aumento di capitale sociale in relazione all'OPS il Consiglio di Amministrazione ha determinato un prezzo puntuale di emissione delle nuove azioni, con riguardo all'Operazione YA/YAGP gli Amministratori hanno individuato i criteri per la determinazione dello stesso. Pertanto, con riferimento all'Operazione YA/YAGP, la presente relazione ha a oggetto le nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, dei criteri proposti dagli Amministratori per la determinazione di un prezzo di emissione delle azioni corrispondente al valore economico al momento dell'esecuzione dell'aumento;
 - le valutazioni basate sulle quotazioni di Borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono pertanto evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Inoltre, a influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative o legate a fattori

esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società.

- (ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:
- le entità giuridiche interessate dall'OPS e dall'Operazione YA/YAGP presentano dimensioni, settori di attività, caratteristiche organizzative, performance economiche e profili di rischio significativamente differenti;
 - le Quote YA e le Quote con Diritti Patrimoniali YAGP sono attualmente possedute interamente dalle Persone Fisiche, le quali ricoprono altresì la carica di consiglieri di amministrazione della Società. Le stesse YA e YAGP sono rispettivamente società di gestione e general partner del fondo YA Global Investments LP, che controlla a sua volta il fondo YA Global Dutch BV, titolare del 26,26% del capitale sociale della Società. L'Operazione YA/YAGP rientra pertanto nell'ambito di operazioni con parti correlate ai sensi dell'articolo 2391-bis cod. civ. e dell'articolo 71-bis del Regolamento Consob n° 11971/99, e, segnatamente, tra soggetti sottoposti a comune controllo;
 - come segnalato al precedente paragrafo 2, nell'esaminare i metodi di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Quote Investimento, delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP a fini dei conferimenti. Il valore dei beni oggetto di conferimento è esclusivamente oggetto delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti nominati dalla Società ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del Codice Civile, rispettivamente Reddy's Group SpA e Deloitte Financial Advisory Services SpA, i quali hanno emesso apposite relazioni al riguardo entrambe in data 6 settembre 2010. Si segnala inoltre che, secondo la dottrina, in tale fattispecie l'aumento di capitale a fronte del conferimento in natura deve essere eseguito dagli Amministratori entro sei mesi dalla data di riferimento della valutazione dell'esperto indipendente ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del Codice Civile;
 - secondo quanto rappresentato dagli Amministratori, il Contratto di Acquisione prevede che l'avvio dell'Operazione YA/YAGP, attraverso il conferimento del 5% Iniziale, sia subordinato a determinate condizioni specificate nello stesso Contratto di Acquisione, tra le quali il raggiungimento di una soglia di adesione all'OPS pari ad almeno il 10% delle Quote Investimento in circolazione, condizione rinunciabile da parte di Yorkville. Inoltre, per completezza, si segnala che la prossima Assemblea

dei soci è altresì chiamata a deliberare un ulteriore aumento di capitale, al servizio dei "Warrant azioni ordinarie Yorkville bhn SpA 2010-2013", da assegnare gratuitamente agli azionisti della società successivamente alla conclusione dell'OPS e subordinatamente al buon esito della medesima;

- sia l'OPS, sia l'Operazione YAYAGP non prevedono vincoli temporali di indisponibilità (lock up) per i titoli di nuova emissione di Yorkville che saranno sottoscritti dai beneficiari del relativo aumento di capitale, con conseguente piena facoltà per questi ultimi di riallocarli sul mercato;
- I fondamentali della Società evidenziano una situazione di tensione finanziaria e di difficoltà economiche e, pertanto, allo stato attuale, come anche riportato nella relazione predisposta da KON, non sembrerebbero disponibili risorse finanziarie adeguate alla realizzazione della prospettata Operazione YAYAGP, per quanto riguarda l'esercizio dell'opzione di acquisto per cassa, sopra descritto nel paragrafo 2.

(iii) Infine, si sottolinea quanto segue:

- ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'OPS, gli Amministratori non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative, diverse da quelle descritte al precedente paragrafo 5, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo. Detta decisione, ancorché non in linea con un preferibile approccio che tenga anche conto di metodologie alternative, appare, nelle circostanze, non arbitraria e accettabile, alla luce di quanto evidenziato al precedente paragrafo 7 (A). Tuttavia gli Amministratori, nella loro Relazione con riferimento all'OPS, non illustrano le ragioni che motivano le scelte effettuate per l'esclusione di altre possibili metodologie valutative;
- come già indicato al precedente paragrafo 7 (B), per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Operazione YAYAGP, gli Amministratori hanno effettuato scelte metodologiche che, nelle circostanze e alla luce delle caratteristiche del titolo Yorkville, non risultano a nostro avviso, nelle circostanze, adeguate, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà. L'effetto che tali circostanze hanno comportato sul contenuto delle nostre conclusioni è descritto nel successivo paragrafo 9 (b);
- nell'ambito dell'Operazione YAYAGP, gli Amministratori hanno individuato l'applicazione di uno sconto rispetto al valore determinato sulla base del criterio di Borsa. Sebbene tale scelta possa ritenersi, in linea di principio,

conforme alla prassi riscontrabile in operazioni similari, gli Amministratori non hanno fornito elementi idonei a supportare la quantificazione dello sconto nella misura del 5%, come evidenziato al precedente paragrafo 7 (B).

8 CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro indicate nella presente relazione:

- (a) con riferimento al prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'aumento di capitale nell'ambito dell'Operazione OPS, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 8 (ii), riteniamo che il criterio di determinazione adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, e che lo stesso sia stato correttamente applicato;
- (b) con riferimento ai criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell'aumento di capitale nell'ambito dell'Operazione YA/YAGP, alla luce di quanto sottolineato al precedente paragrafo 8 (iii), riteniamo che i medesimi, nelle circostanze, non siano adeguati, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Milano, 7 ottobre 2010

PricewaterhouseCoopers SpA



Sergio Pizzarelli
(Partner)

YORKVILLE

bhn

ATTENTIVE INVESTING

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA
DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA PROPOSTA DI "AUMENTO DEL
CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE, DA LIBERARSI
MEDIANTE CONFERIMENTO IN NATURA, A SERVIZIO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI
SCAMBIO VOLONTARIA AVENTE AD OGGETTO LA TOTALITÀ DELLE QUOTE DEL
FONDO COMUNE DI INVESTIMENTO IMMOBILIARE CHIUSO INVESTIETICO"**

*(Relazione redatta ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 6, del codice civile,
nonché dell'art. 70 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999,
come successivamente modificato e integrato, e in conformità all'allegato 3A, schema n. 2 del
medesimo Regolamento)*

**Assemblea straordinaria degli azionisti
23 ottobre 2010 – prima convocazione
24 ottobre 2010 – seconda convocazione
25 ottobre 2010 – terza convocazione**

YORKVILLE BHN S.P.A

SEDE LEGALE IN MILANO - VIA SOLFERINO, 7

CAPITALE SOCIALE DI EURO 9.403.099,81

REGISTRO DELLE IMPRESE DI MILANO E C.F. n. 00849720156

PARTITA IVA n. 12592030154

Signori Azionisti,

sarete chiamati in sede straordinaria a discutere e deliberare una proposta di aumento scindibile a pagamento del capitale sociale di Yorkville bhn S.p.A (la "**Società**") fino a un massimo di Euro 141.520.704 (centoquarantunomilioni cinquecentoventimila settecentoquattro virgola zero zero), tramite emissione alla pari di nuove azioni ordinarie da liberare mediante conferimenti in natura (le "**Azioni**"), con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, del codice civile (l'**Aumento di Capitale in Natura**"), a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote (le "**Quote**") del Fondo comune di investimento immobiliare chiuso "Investietico" (il "**Fondo**"), gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A. (la "**SGR**") e quotato sul segmento Fondi Chiusi del "Mercato Telematico degli Investment Vehicles" (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("**Borsa Italiana**"), che la Società ha deliberato di promuovere (l'**Offerta**").

1. MOTIVAZIONI E DESTINAZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

1.1 Motivazioni

L'Aumento di Capitale in Natura si inserisce nel quadro di una più ampia operazione – l'Offerta appunto – di cui si riassumono qui di seguito i principali elementi:

- in data 8 settembre 2010 il Consiglio di Amministrazione della Società ha approvato la decisione di promuovere l'Offerta e ha altresì deliberato la convocazione dell'Assemblea Straordinaria chiamata ad approvare l'aumento del capitale sociale destinato a servizio dell'Offerta medesima;
- l'Offerta è un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria, promossa ai sensi degli artt. 102 e seguenti del D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (il "TUF") e dell'art. 37 del Regolamento adottato dalla Consob con Delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**"). L'Offerta consiste, in particolare, in un'offerta irrevocabile di scambio che la Società rivolge indistintamente e a parità di condizioni a tutti i soggetti possessori delle Quote del Fondo, con l'obiettivo di acquistare, al verificarsi delle condizioni sospensive cui essa è subordinata, come di seguito definite:
 - a) non meno di 6.150 (seimilacentocinquanta) Quote (il "**Numero minimo di Quote oggetto dell'Offerta**"), e
 - b) sino ad un massimo di 61.504 (sessantunomilacinquecentoquattro) Quote, pari alla totalità delle Quote del Fondo in circolazione, fermo restando che si prevede sin d'ora che non saranno verosimilmente portate in adesione all'Offerta le Quote che, in conformità alle vigenti previsioni regolamentari, la SGR è tenuta a detenere in proprio (pari al 2% del valore complessivo netto iniziale del Fondo e all'1% per la parte eccedente l'ammontare di Euro 150 milioni);
- il corrispettivo previsto per l'Offerta è costituito da Azioni ordinarie della Società di nuova emissione, rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura, aventi godimento regolare, nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti amministrativi e patrimoniali connessi alle azioni della Società già in circolazione. La Società riconoscerà, in particolare, a ciascun aderente all'Offerta – a seguito del raggruppamento delle azioni ordinarie in circolazione sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria del 23, 24 e 25 ottobre 2010 rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione – n. 300 (trecento) Azioni per ogni Quota portata in adesione all'Offerta. L'Offerta ha ad oggetto massime n. 61.504 (sessantunomilacinquecentoquattro) Quote e pertanto, in caso di integrale adesione all'Offerta, la Società – subordinatamente all'approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria del raggruppamento delle azioni attualmente in circolazione e dell'Aumento di Capitale in Natura a servizio dell'Offerta – emetterà alla pari massime n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantaquattro) Azioni ad un prezzo unitario pari ad Euro 7,67 (sette virgola sessantasette);
- l'efficacia dell'Offerta è espressamente subordinata al verificarsi di ciascuno dei seguenti eventi (ciascuno di essi la "**Condizione Sospensiva**" e, congiuntamente, le "**Condizioni Sospensive**"):
 - che le adesioni abbiano ad oggetto una soglia minima pari al Numero minimo di Quote oggetto dell'Offerta;
 - la mancata effettuazione, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, da parte della

SGR o degli organi del Fondo, di atti od operazioni che possano contrastare l'Offerta ovvero il conseguimento degli obiettivi della medesima;

- il mancato verificarsi, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, di eventi o situazioni pregiudizievoli riguardanti la situazione patrimoniale, economica, finanziaria, fiscale, normativa, societaria o giudiziaria della Società, rispetto alla situazione risultante dagli ultimi dati finanziari disponibili alla data del 30 giugno 2010, tali da pregiudicare in modo sostanziale l'esito dell'Offerta;
 - il mancato verificarsi, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, a livello nazionale o internazionale, di eventi comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione patrimoniale e finanziaria del Fondo come riflessa nella relazione semestrale al 30 giugno 2010;
 - il mancato verificarsi, entro la data di pubblicazione dei risultati dell'Offerta, di modifiche (o proposte di modifiche normative ufficialmente emesse dal Parlamento o dal Governo italiano) rispetto all'attuale quadro normativo o regolamentare, tali da limitare o comunque pregiudicare – anche in ragione della disciplina fiscale applicabile – l'acquisto delle Quote e/o l'esercizio del diritto di proprietà e/o l'esercizio dei diritti di voto e/o degli altri diritti inerenti alle Quote da parte della Società;
- la Società potrà rinunciare – in qualsiasi momento e a suo insindacabile giudizio – in tutto o in parte, ove possibile ai sensi di legge, a ciascuna delle Condizioni Sospensive;
 - la durata dell'Offerta sarà concordata con Borsa Italiana, in conformità alle disposizioni di legge e regolamento applicabili. Si prevede, in ogni caso, che l'Offerta possa concludersi entro la prima decade del mese di dicembre;
 - quanto alle finalità dell'Offerta, si rappresenta che la stessa costituisce per la Società una modalità di attuazione della complessiva strategia volta alla costruzione di un portafoglio di investimenti diversificato in settori con profili di rischio/rendimento fra loro poco correlati, attraverso l'acquisizione di attività finanziarie con un sottostante immobiliare gestito professionalmente da un intermediario abilitato, idonee a generare flussi di cassa e con aspettative di rivalutazione nel medio termine, nonché un'opportunità di conseguimento di una base azionaria sempre più ampia e diffusa.

1.2 Destinazione dell'Aumento di Capitale in Natura e ragioni del conferimento

L'Aumento di Capitale in Natura che l'Assemblea è chiamata a deliberare costituisce presupposto imprescindibile per l'avvio dell'Offerta, il cui positivo perfezionamento consentirebbe alla Società di avanzare significativamente nell'attuazione delle proprie strategie di sviluppo in termini dimensionali,

di diversificazione del portafoglio e di approvvigionamento di risorse destinabili, nel medio periodo, ad ulteriori iniziative di investimento.

I beni oggetto del conferimento in natura sono rappresentati dalle Quote del Fondo. "Investietico" è un fondo comune di investimento immobiliare di tipo chiuso ordinario non riservato a investitori qualificati, istituito con delibera del Consiglio di Amministrazione della SGR del 29 giugno 2000, il cui regolamento di gestione è stato approvato dalla Banca d'Italia in data 14 novembre 2000. L'attività di gestione del Fondo è stata avviata il 1° marzo 2002. Borsa Italiana ha disposto, con provvedimento n. 3644 del 4 ottobre 2004, l'ammissione delle Quote del Fondo alla negoziazione sul "Mercato Telematico Azionario" (MTA), segmento MTF – classe 2, a far data dal 1° novembre 2004. Attualmente, il Fondo è quotato sul segmento Fondi Chiusi del "Mercato Telematico degli Investment Vehicles" (MIV) organizzato e gestito da Borsa Italiana. La durata del Fondo è fissata in 10 anni, con scadenza al 31 dicembre del decimo anno successivo alla data di chiusura del periodo di richiamo degli impegni (i.e. 31 dicembre 2012). La SGR ha la facoltà – nell'interesse dei partecipanti – di prorogare la durata del Fondo sino ad ulteriori 3 anni con deliberazione da assumere almeno un anno prima della data di scadenza, mediante modifica del regolamento di gestione. La SGR ha, inoltre, la facoltà di richiedere alla Banca d'Italia, alla scadenza del Fondo o della relativa proroga, un periodo di grazia di durata non superiore a 3 anni per il completamento dello smobilizzo degli investimenti. Il patrimonio del Fondo deve essere investito prevalentemente nella proprietà di immobili, in diritti reali di godimento, nonché in partecipazioni in società immobiliari, e può inoltre essere investito – in misura residuale e comunque non superiore ad un terzo del valore complessivo – in strumenti finanziari, parti di OICR, depositi bancari, crediti e titoli rappresentativi di crediti, strumenti finanziari derivati, nonché in liquidità per esigenze di tesoreria. La selezione degli investimenti è ispirata a principi etici con riguardo alla natura e alla destinazione degli stessi. Il Fondo investe, in particolare, in (i) beni immobili e/o diritti reali di godimento su beni immobili, preferibilmente destinati o da destinarsi ad attività ad elevato contenuto etico, ad utilizzo terziario sia direzionale che commerciale, aventi redditività attuale e prospettica significativa e suscettibili, nel medio periodo, di apprezzamento in termini reali o comunque in linea con i mercati di riferimento, nonché in (ii) partecipazioni in società immobiliari che risultino proprietarie di immobili aventi caratteristiche omogenee a quelle sopra descritte. Il Fondo si caratterizza come fondo a distribuzione dei proventi.

Per effetto del conferimento delle Quote del Fondo al patrimonio della Società, la stessa realizzerebbe in primo luogo l'obiettivo di partecipare ad uno strumento di investimento particolarmente interessante non solo per i potenziali rendimenti generati, bensì soprattutto per il valore delle attività immobiliari sottostanti e le relative prospettive di apprezzamento – anche in considerazione della liquidazione del Fondo, prevista per il 2012 (salvo il caso di proroga del termine di durata o di concessione del periodo di grazia) – nonché per lo stato locativo degli immobili in portafoglio, tale da assicurare un livello di rischio contenuto e una erogazione costante di ricavi. Il Consiglio di Amministrazione della Società reputa che, nonostante i mercati non siano ancora del tutto stabilizzati dopo la crisi degli anni 2008-2009, il settore immobiliare possa comunque offrire ritorni interessanti e che la partecipazione ad un veicolo di gestione del risparmio come il Fondo costituisca un approccio prudentiale all'investimento in tale settore.

Allo stesso tempo, in funzione del grado di adesione all'Offerta, la realizzazione dell'operazione di Aumento di Capitale in Natura determinerebbe un sostanziale ampliamento e una sensibile diversificazione della compagine societaria, nonché un aumento della capitalizzazione di mercato e della liquidità di borsa dei titoli della Società.

Per completezza si evidenzia che il buon esito dell'Offerta e la conseguente esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura è condizione di efficacia per il perfezionamento dell'acquisizione, mediante conferimento in natura alla Società, dell'iniziale 5% (cinque per cento) del totale delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors LLC e di una particolare categoria di quote di partecipazione recanti solo diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP LLC, dettagliatamente illustrata nell'apposita relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2441, commi 4 e 6, del cod. civ.,

e dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, alla quale si rinvia. In proposito, si rammenta che è altresì prevista contrattualmente la possibile ulteriore acquisizione graduale del restante 95% (novantacinque per cento) del totale delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors LLC e delle quote con diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP LLC, attraverso l'esercizio da parte di Yorkville di un diritto di opzione di acquisto in più *tranche* sino al 1 dicembre 2013, a fronte di un corrispettivo in denaro o, alternativamente, in natura attraverso l'attribuzione di azioni di nuova emissione. Yorkville Advisors LLC e Yorkville Advisors GP LLC sono attive nella gestione degli investimenti effettuati dai fondi YA Global Investments, specializzati nell'offrire liquidità a società quotate tramite la sottoscrizione di SEDA (*Stand-by Equity Distribution Agreement*) e obbligazioni convertibili. I ricavi delle due società sono in larga misura originati da commissioni di strutturazione e da commissioni maturate sui rendimenti dei fondi gestiti, provenienti prevalentemente da margini contrattualmente determinati, limitando quindi i rischi di mercato direzionali. Obiettivo di tale operazione è acquisire un'attività capace di generare immediatamente flussi di cassa stabili e positivi da destinare allo sviluppo di nuove operazioni future anche in settori alternativi a quello finanziario.

In conseguenza delle menzionate operazioni, la Società potrà ampliare la propria operatività ai comparti immobiliare e finanziario, che si affiancheranno a quello industriale, in cui la Società è già attiva.

Alla luce di quanto precede, le principali ragioni che hanno indotto il Consiglio di Amministrazione della Società a valutare positivamente l'esecuzione dell'Aumento di capitale in Natura, con la conseguente esclusione del diritto di opzione, possono dunque essere sintetizzate come segue:

- acquisizione di attività finanziarie con sottostante immobiliare gestito professionalmente, idonee a generare flussi di cassa nel breve periodo, con possibilità di rivalutazione nel medio termine, anche in vista della liquidazione del Fondo;
- perseguimento della strategia di costruzione di un portafoglio di investimenti diversificato in settori fra loro poco correlati;
- ampliamento e diversificazione delle proprie fonti di finanziamento potenziali;
- ampliamento e diversificazione della compagine sociale, con conseguente aumento del flottante ed incremento della capitalizzazione di borsa;
- maggiore appetibilità della Società per gli investitori istituzionali e – nel caso di operazioni basate su scambi di quote azionarie – per le controparti industriali, in ragione della maggiore patrimonializzazione, capitalizzazione e liquidità, nonché della complessiva diversificazione del rischio e dell'ampliamento del perimetro di portafoglio.

Da ultimo, si rammenta che, in virtù del contratto di consulenza stipulato dalla Società con bhn S.r.l. e del contratto di cointeressenza concluso tra quest'ultima e Yorkville Advisors LLC, le suddette società beneficeranno di talune commissioni in conseguenza del perfezionamento dell'operazione.

2. RIFLESSI DELL'OPERAZIONE SUI PROGRAMMI GESTIONALI DELLA SOCIETÀ

Il Consiglio di Amministrazione della Società ritiene che le Quote del Fondo rappresentino una opportunità di investimento molto interessante ed intende, pertanto, mantenerle in portafoglio in via diretta ovvero – ove se ne presentasse l'opportunità – anche in via indiretta, mediante il relativo conferimento in un veicolo immobiliare.

La qualità complessiva del portafoglio immobiliare del Fondo e l'assetto contrattuale di numerosi immobili di pertinenza dello stesso, da una parte, la situazione e le prospettive di specifici comparti del mercato immobiliare, dall'altra, fanno ritenere al Consiglio di Amministrazione della Società che i proventi derivanti dalla gestione del Fondo o dalla relativa liquidazione possano costituire una fonte di risorse idonee a sostenere la realizzazione di altri progetti societari.

In proposito, nonostante sussistano ancora condizioni di incertezza, il Consiglio di Amministrazione ritiene che nel medio periodo si possano evidenziare segnali di ripresa per il mercato immobiliare. Permangono, invece, elementi di difficoltà nel mercato finanziario – tra cui, in particolare, una durevole contrazione del credito – che possono limitare le opportunità di valorizzazione degli *asset* immobiliari, per l'effetto combinato della mancanza di risorse e di un mercato delle dismissioni asfittico o, comunque, non continuo, che dilata i tempi di realizzo dell'investimento. Recentemente si è aggiunto, peraltro, un quadro normativo e fiscale in evoluzione, che potrebbe incidere sul regime dei fondi immobiliari chiusi. Anche il mercato borsistico ha evidenziato negli ultimi due anni particolari turbolenze, che hanno, nei fatti, limitato molti progetti immobiliari, ponendo a rischio talune società operanti nel settore. I fondi immobiliari chiusi hanno, tuttavia, resistito meglio rispetto ad altre entità immobiliari, pur pagando, in media e in modo duraturo, un forte sconto delle quotazioni rispetto al valore intrinseco degli attivi (al netto delle passività finanziarie). Peraltro, i fondi immobiliari italiani quotati sono caratterizzati da un limitato flottante e da mercati rarefatti, che possono limitare la significatività dei prezzi che si formano attraverso l'interazione di domanda ed offerta e portare alla determinazione di quotazioni di borsa non allineate con il valore patrimoniale del fondo.

Nonostante ciò, il Consiglio di Amministrazione reputa che il segmento delle RSA (residenze sanitarie assistenziali), che costituisce una quota importante e redditizia del portafoglio del Fondo, sia nel medio termine una buona opportunità di investimento, per la crescente domanda di servizi assistenziali (specialmente quelli afferenti la popolazione anziana) e la sempre maggiore presenza di investitori professionali interessati a questo mercato. Il Consiglio di Amministrazione ritiene che il Fondo venga gestito adeguatamente per poter trarre profitto da questa contingenza.

La Società ritiene che l'attuale struttura di gestione del Fondo persegua correttamente l'obiettivo della massimizzazione del valore degli immobili in portafoglio. Salve in ogni caso le proprie prerogative di quotista, ai sensi della normativa vigente e del regolamento del Fondo, in caso di buon esito dell'Offerta, la Società non intende allo stato interferire con l'attività della SGR, e si limiterà a monitorare nel continuo che l'obiettivo di cui sopra venga conseguito. Successivamente al perfezionamento dell'Offerta, il Consiglio di Amministrazione della Società prevede di dedicare talune risorse interne al monitoraggio degli investimenti immobiliari del Fondo, al fine di verificare l'adeguatezza dell'implementazione delle strategie di creazione di valore per i quotisti, specialmente nella fase di liquidazione degli attivi.

3. PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI E RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE

3.1 Il criterio di determinazione del prezzo e del rapporto di assegnazione

Preliminarmente all'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, la Società intende procedere al raggruppamento delle azioni ordinarie attualmente in circolazione, allo scopo di semplificare la gestione amministrativa del titolo azionario, nonché di favorire la liquidità e gli scambi sul mercato borsistico. In particolare, l'operazione, deliberata dal Consiglio di Amministrazione in data 8 settembre 2010 e sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria contestualmente all'operazione oggetto della presente relazione, prevede il raggruppamento delle n. 97.988.328 (novantasettemilioni

novecentoottantottomila trecentoventotto) azioni ad oggi in circolazione nel rapporto di n. 1 (una) nuova azione ordinaria per ogni n. 100 (cento) vecchie azioni ordinarie, previo annullamento (senza rimborso) di n. 28 (ventotto) azioni ordinarie al fine di consentire l'esatta ripartizione del capitale sociale in funzione del predetto rapporto di raggruppamento. Pertanto, a seguito di tale raggruppamento, il capitale sociale della Società sarebbe rappresentato da n. 979.883 (novecentosettantanovemila ottocentoottantatre) azioni ordinarie, prive di valore nominale.

Il prezzo unitario di emissione delle Azioni è stato determinato, assumendo l'avvenuto perfezionamento della sopra citata operazione di raggruppamento delle azioni attualmente in circolazione, in Euro 7,67 (sette virgola sessantasette).

Il Consiglio di Amministrazione, nel determinare i termini del conferimento delle Quote del Fondo ha adottato le opportune procedure volte a tutelare l'integrità del capitale sociale della Società e l'interesse degli azionisti a fronte dell'esclusione del loro diritto d'opzione. Nella determinazione del prezzo unitario di emissione, il Consiglio di Amministrazione della Società ha tenuto conto, tra l'altro, delle condizioni di mercato e del recente andamento dei corsi di borsa del titolo Yorkville Bhn.

Il Consiglio di Amministrazione della Società si è inoltre avvalso delle valutazioni elaborate dal proprio *advisor* finanziario Kon S.p.A., il quale ha impiegato, fra una pluralità di metodi, quelli ritenuti più appropriati in considerazione delle peculiarità della Società.

Il criterio di determinazione del prezzo a tal fine adottato è basato sull'analisi dei profili di rischio inerenti le singole partecipazioni detenute dalla Società. Sulla base di tali analisi, è stato determinato il valore attribuibile alle singole partecipazioni utilizzando diverse metodologie di valutazione, quali il modello *Discounted Cash Flow* (DCF) e la valorizzazione tramite metodo diretto di determinazione e/o costo di acquisto.

Nel caso di specie, il valore del capitale economico della Società è stato determinato sulla base del criterio della somma delle parti, al netto dei costi di gestione della Società.

Il valore corrente teorico delle partecipate RPX Ambiente S.r.l. e AQ Tech S.p.A., elemento fondamentale per rilevare le eventuali minus/plusvalenze nelle partecipazioni delle società, è determinato come segue:

- RPX Ambiente: *Discounted Cash Flow* ("DCF");
- AQ Tech: metodo dell'investimento diretto o costo di acquisto.

Il valore dei costi di gestione della Società è stato calcolato sulla base dei costi desumibili dai bilanci separati storici (2008-2009) e dei valori previsionali (2010-2012).

3.1.1 Rpx Ambiente

Il valore di RPX Ambiente è determinato tramite il *Discounted Cash Flow Model*, che prevede che il valore corrente teorico di un'azienda venga calcolato come valore attuale dei flussi di cassa prospettici (determinati sulla base dei piani economico patrimoniali 2010-2014 regolarmente approvati dal Consiglio di Amministrazione di RPX Ambiente S.r.l.) dell'entità in esame. Nel caso di specie, si è scelto per l'attualizzazione dei flussi di cassa di natura operativa, nettati della componente fiscale calcolata sul reddito operativo.

A tali flussi è stato sommato il valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo medio 2011-2014 (*Terminal Value*), ridotto delle relative imposte di competenza.

Da tale attualizzazione è stato ottenuto l'*Enterprise Value* della RPX Ambiente, al quale è stata sommata algebricamente la posizione finanziaria netta alla data del 30 giugno 2010.

Il tasso di attualizzazione è stato calcolato in modo da rappresentare sia la rischiosità dell'investimento nel capitale di rischio della società oggetto dell'analisi, sia le ridotte dimensioni della stessa e la limitata liquidabilità dell'investimento.

Nel corso degli anni la stessa RPX è stata più volte soggetta a fermi produttivi dovuti a guasti negli impianti di produzione, che hanno portato a disattendere parte delle previsioni economico patrimoniali costruite negli anni precedenti. Alla luce di ciò, nell'ultimo semestre e per i mesi futuri, sono stati effettuati/programmati investimenti atti alla riduzione di tali problematiche e volti ad aumentare la capacità produttiva. Pur essendo stata completata la prima fase di tali programmi e pur essendo stati raggiunti gli obiettivi industriali previsti, si è deciso di tenere conto nella valutazione del manifestarsi di eventuali ulteriori problemi tecnico industriali, che potrebbero incidere sul valore di RPX Ambiente, adeguando coerentemente il tasso di attualizzazione.

Alla luce di ciò, il tasso di attualizzazione (WACC) è pari a 10,5%.

Considerando, quindi, che dai flussi attuali calcolati sulla base del piano economico patrimoniale 2010-2014 emerge un valore attuale degli stessi pari a Euro 5.008.000 (cinquemilioni ottomila), che il *Terminal Value* così come definito in precedenza è pari a Euro 9.915.000 (novemilioni novecentoquindicimila) e considerando che la Posizione Finanziaria Netta al 30 giugno 2010 (nella quale sono stati considerati anche i debiti commerciali scaduti e/o riscadenziati verso fornitori e fisco) è pari a Euro 7.558.000 (settemilioni cinquecentocinquantottomila), il valore del capitale economico di RPX Ambiente risulta essere pari a Euro 7.366.000 (settemilioni trecentosessantaseimila).

3.1.2 AQ Tech

Il valore del capitale economico di AQ Tech S.p.A. è stato confermato pari al valore risultante dal bilancio separato al 30 giugno 2010.

Il valore corrente teorico della partecipazione di Yorkville Bhn S.p.A. nel capitale di AQ Tech S.p.A. è circa Euro 2.544.000 (duemilioni cinquecentoquarantaquattromila), pari al valore iscritto nel bilancio separato della Società.

3.1.3 Costi di gestione della Società

I costi di gestione della Società sono calcolati come valore medio dei risultati storici 2008-2009 e prospettici 2010-2012, depurando i valori del 2010 dai costi sostenuti per le operazioni straordinarie in atto.

I costi così determinati sono pari a Euro 2.900.000 (duemilioni novecentomila).

3.1.4 Yorkville bhn S.p.A.

Considerando che:

- il valore corrente teorico della partecipazione in RPX Ambiente S.r.l. è pari a Euro 7.366.000 (settemilioni trecentosessantaseimila);

- il valore corrente teorico della partecipazione in AQ Tech S.p.A. è pari a Euro 2.544.000 (duemilioni cinquecentoquarantaquattromila);
- i costi di gestione della Società sono pari a Euro 2.900.000 (duemilioni novecentomila);

di seguito è rappresentato il valore corrente teorico del capitale economico della Società:

EQUITY VALUE €/000	+	+	=
	ACTUAL	RETIFICHE	ADJ
Capitale sociale	7.703	---	7.703
Riserva Sovraprezzo Azioni	48	---	48
Altre Riserve	(170)	---	(170)
Rettifiche	---	(290)	(290)
+/- Plus/ Minus Valore REX	---	(290)	(290)
+/- Plus/ Minus Valore AQ Tech	---	---	---
+/- Plus/ Minus CALL OPTION YAYA GP	---	---	---
Rettifiche Costi di gestione	---	(2.900)	(2.900)
Rettifiche Imposte Figurative	---	---	---
Esercizi precedenti a nuovo	---	---	---
Risultato di esercizio	(1.533)	1.553	---
TOTALE VALORE CORRENTE EQUITY	6.028	(1.637)	4.392

Il valore del capitale economico della Società alla data del 30 giugno 2010 risulta essere pari a Euro 4.392.000 (quattromilioni trecentonovantaduemila).

È necessario tenere conto che, in data successiva al 29 luglio 2010, si è concluso un aumento di capitale per Euro 1.700.000 (unmilione settecentomila), di cui il Consiglio di Amministrazione ritiene di dover tenere conto ai fini della determinazione del valore della Società al momento del lancio dell'Offerta. Preme infine segnalare che esistono dei valori potenziali inespressi nel gruppo Yorkville che, pur non essendo suscettibili di autonoma e immediata valorizzazione, devono essere tenuti in adeguata considerazione, poiché già rappresentati nei corsi di borsa del titolo, in particolare:

- regolarizzazione/stabilizzazione del processo produttivo di RPX Ambiente a seguito degli investimenti effettuati;
- conclusione di trattative in atto con primarie società farmaceutiche internazionali per le molecole attualmente sviluppate da Sigea S.r.l., società controllata da AQ Tech S.p.A..

Il Consiglio di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni dell'art. 2441 del cod. civ., non può comunque non fare riferimento alle quotazioni di borsa delle azioni Yorkville bhn. Il valore risultante dalla media ponderata (per i volumi giornalieri) delle capitalizzazioni del titolo dal 1 marzo al 1 settembre 2010, è pari a Euro 8.810.000 (ottomilioniottocentodiecimila).

Considerato che:

- il valore della Società derivante dall'utilizzo delle metodologie di calcolo puntuali è pari a Euro 4.392.000 (quattromilioni trecentonovantaduemila) e, tenuto conto dell'aumento di capitale perfezionatosi in data 29 luglio 2010, pari ad Euro 6.092.000 (seimilioni novantaduemila);

- che la capitalizzazione di borsa del titolo Yorkville bhn, calcolata come media ponderata a sei mesi, è pari a Euro 8.810.000 (ottomilioni ottocentodiecimila);

il valore della Società derivante dalla media semplice tra le due metodologie è pari a Euro 7.451.000 (settemilioni quattrocentocinquantunomila) che, arrotondato a Euro 7.500.000 (settemilioni cinquecentomila), corrisponde ad un valore per azione di Euro 7,65 (sette virgola sessantacinque). Il prezzo unitario di emissione delle nuove Azioni, determinato in Euro 7,67 (sette virgola sessantasette), è pertanto in linea con tale valore.

Ai fini della determinazione del rapporto di assegnazione, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di avvalersi di criteri idonei a riflettere gli elementi caratteristici delle entità coinvolte nell'ambito dell'operazione (una società *holding* di limitata capitalizzazione e un fondo immobiliare chiuso di medie dimensioni), nonché gli elementi caratteristici dell'operazione (scambio di azioni di nuova emissione con quote di partecipazione ad un fondo immobiliare). Le valutazioni che risultano dall'utilizzo di tali criteri sono esclusivamente finalizzate ad esprimere una stima comparativa dei valori della Società e del Fondo e devono essere prese in considerazione unicamente in termini relativi, ai fini e nell'ambito della specifica operazione in oggetto. I valori attribuiti alla Società e al Fondo, pertanto, devono essere interpretati esclusivamente in funzione ed a supporto della determinazione del rapporto di assegnazione. I criteri utilizzati, seppur metodologicamente idonei ad offrire una valutazione, nell'ambito di una complessa operazione come quella proposta, si devono intendere come aspetti della valutazione complementari, non disgiungibili e da utilizzarsi esclusivamente nel loro complesso.

Coerentemente con le premesse evidenziate e le analisi effettuate secondo i criteri dianzi descritti e tenuto conto del valore unitario attribuito alle Quote del Fondo – come meglio specificato al successivo paragrafo 4 della presente relazione – pari ad Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero), nonché del prezzo di emissione delle nuove Azioni della Società, pari a Euro 7,67 (sette virgola sessantasette), si è pervenuti a determinare il seguente rapporto di assegnazione:

n. 300 (trecento) Azioni per ogni Quota portata in adesione all'Offerta.

3.2 Considerazioni in merito all'adeguatezza e congruità del criterio proposto

Con riferimento al criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove Azioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene che le metodologie sopra esposte tengano in adeguato conto il livello di patrimonializzazione della Società, nonché l'andamento delle quotazioni di borsa del titolo dell'ultimo semestre, in linea con quanto stabilito dall'art. 2441, comma 6, del cod. civ..

Per tali ragioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene che il prezzo di emissione delle nuove Azioni sia congruo.

È, in ogni caso fatta salva la verifica della congruità del prezzo di emissione delle nuove Azioni che dovrà essere compiuta da PricewaterhouseCoopers S.p.A. ai sensi degli artt. 2441, comma 6, del cod.civ. e 158 del TUF.

4. VALORE ATTRIBUITO AI BENI OGGETTO DEL CONFERIMENTO IN NATURA

4.1 I criteri di determinazione del valore attribuito ai beni oggetto del conferimento in natura

Il valore attribuito alle Quote del Fondo è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società utilizzando parametri valutativi ritenuti adeguati ad esprimere il valore fondamentale del Fondo e degli attivi immobiliari presenti nel relativo portafoglio, nonché a riflettere i prezzi medi di mercato

relativi a diversi intervalli temporali. In particolare, sono stati utilizzati i seguenti metodi di valutazione:

- 1) analisi del Valore Complessivo Netto del Fondo (c.d. "NAV" o "Net Asset Value");
- 2) analisi delle quotazioni di mercato;
- 3) analisi dei premi corrisposti agli aderenti nel contesto di altre offerte pubbliche realizzate in Italia su fondi immobiliari chiusi.

Ad integrazione dei metodi sopra citati, quali ulteriori metodi di controllo e di comparazione dell'Offerta rispetto ad investimenti alternativi, sono stati considerati anche:

- il rendimento (in termini di IRR) conseguibile dal titolare delle Quote attraverso la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Natura, in adesione all'Offerta;
- il rapporto tra il prezzo di mercato e il risultato netto per quota (P/E).

Analisi del Valore Complessivo Netto del Fondo

Il Valore Complessivo Netto del Fondo al 31 dicembre 2009, data dell'ultimo rendiconto annuale approvato, è pari a circa Euro 179,2 (centosettantanove virgola due) milioni, equivalente ad un valore unitario della Quota di Euro 2.913,48 (duemilanovecentotredici virgola quarantotto).

Al 30 giugno 2010, data cui si riferisce la più recente relazione semestrale pubblicata, il Valore Complessivo Netto ammonta ad Euro 175,4 (centosettantacinque virgola quattro) milioni, pari ad un valore unitario della Quota di Euro 2.852,37 (duemilaottocentocinquantadue virgola trentasette).

Tale valore unitario – al lordo dei proventi distribuiti il 25 marzo 2010, pari ad un importo di Euro 164 (centosessantaquattro) per ciascuna Quota – corrisponde ad un incremento del 3,53% (tre virgola cinquantatre) rispetto al valore unitario delle Quote al 31 dicembre 2009.

Alla data del 30 giugno 2010, il totale delle attività del Fondo ammonta a Euro 245.552.636 (duecentoquarantacinquemilioni cinquecentocinquantaduemila seicentotrentasei) ed è composto per il 96,02% (novantasei virgola zero due) da immobili, per il 3,27% (tre virgola ventisette) da liquidità e per il restante 0,71% (zero virgola settantuno) da altre attività. Alla medesima data, sulla base delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti nominati dalla SGR, gli immobili facenti parte del portafoglio immobiliare del Fondo hanno un valore di mercato complessivo pari a Euro 235,8 (duecentotrentacinque virgola otto) milioni. Rispetto alla valutazione al 31 dicembre 2009, il valore degli immobili in portafoglio registra un incremento pari allo 0,34% (zero virgola trentaquattro).

Il Valore Complessivo Netto del Fondo esprime la valutazione del patrimonio del Fondo, intesa come differenza tra il valore delle relative attività e passività, determinato sulla base dei criteri di valutazione stabiliti dalla Banca d'Italia.

A tal fine, per la valutazione dei beni immobili e dei diritti reali immobiliari in cui è investito il patrimonio di un fondo immobiliare, le società di gestione del risparmio sono tenute ad avvalersi della stima effettuata da esperti indipendenti. In proposito, è frequente che la stima del valore di un bene immobile da parte di un investitore possa differire dalla stima indipendente del medesimo bene preparata da un perito. Il risultato della valutazione dipende, infatti, da una serie di ipotesi, tra le quali la più rilevante è la stima dell'evoluzione del mercato immobiliare. Tra le menzionate ipotesi assumono inoltre rilievo il piano di investimento e ristrutturazione e la definizione del più appropriato tasso di

attualizzazione dei flussi di cassa generati dalla gestione e dalla cessione degli immobili oggetto di valutazione.

Il Consiglio di Amministrazione della Società non ha a propria disposizione informazioni dettagliate relativamente agli immobili di pertinenza del Fondo, né è a conoscenza delle assunzioni, ipotesi e aspettative sottostanti alla valutazione degli immobili medesimi compiuta dagli esperti indipendenti nominati dalla SGR. Conseguentemente, nello stimare il Valore Complessivo Netto del Fondo, la Società può fare affidamento solo su informazioni pubblicamente disponibili.

Pur tuttavia, il NAV del Fondo costituisce l'indicatore maggiormente rappresentativo del valore attribuito alle Quote, specialmente se il procedimento di ricostruzione di tale stima è svolto secondo metodi affidabili, ampiamente condivisi dal mercato, che prevedono, fra l'altro, l'utilizzo di metodi multipli di controllo per validare i risultati.

Per questo motivo, il Consiglio di Amministrazione della Società fonda la propria valutazione delle Quote assumendo, quali principali indicatori, le relazioni di stima predisposte dagli esperti nominati dalla SGR ai fini della determinazione del valore di mercato del patrimonio immobiliare del Fondo alla data del 31 dicembre 2009 e del 30 giugno 2010.

La Società non è tuttavia a conoscenza delle metodologie e dei principi valutativi adottati in sede di stima da parte del perito, né ha avuto accesso a ulteriori informazioni che integrano le valutazioni di mercato delle attività immobiliari del Fondo, specifiche di ogni immobile.

La Società non ha, quindi, potuto verificare, tramite adeguate procedure di *due diligence*, l'eventuale presenza di vincoli contenuti in atti di acquisto, atti concessori e licenze edilizie, convenzioni urbanistiche, atti d'obbligo unilaterali, contratti con pubbliche amministrazioni, conformità di destinazione urbanistica, certificati di agibilità, servitù, pesi o gravami che possano limitare il libero uso degli *asset* e conseguentemente deprimerne il valore; inoltre, si assume che la documentazione tecnico-amministrativa (quale, per esempio, documentazione edilizio-urbanistica, catastale, impiantistica, pratiche di prevenzione) sia completa e aggiornata. Si assume, infine, che gli immobili di pertinenza del Fondo (inclusi suolo, sottosuolo e soprasuolo) siano stati, ove necessario, bonificati e che quindi non vi siano passività ambientali.

Considerando che le Quote sono negoziate sul segmento Fondi Chiusi del "Mercato Telematico degli Investment Vehicles" (MIV), è altresì opportuno analizzare il livello di significatività dei prezzi registrati dal Fondo su tale mercato. Stante quanto sopra, nella determinazione del valore da attribuire alle Quote, si è proceduto all'analisi:

- (i) dello sconto che emerge dal confronto tra i prezzi di borsa e il valore unitario delle quote, in relazione alla pluralità dei fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili per composizione del patrimonio con il Fondo (Tabelle 1 e 2, Grafico 1);
- (ii) dello sconto evidenziato dal confronto tra l'andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo ed il valore unitario delle stesse risultante dai rendiconti del Fondo periodicamente pubblicati a partire dalla data di istituzione (Grafico 2).

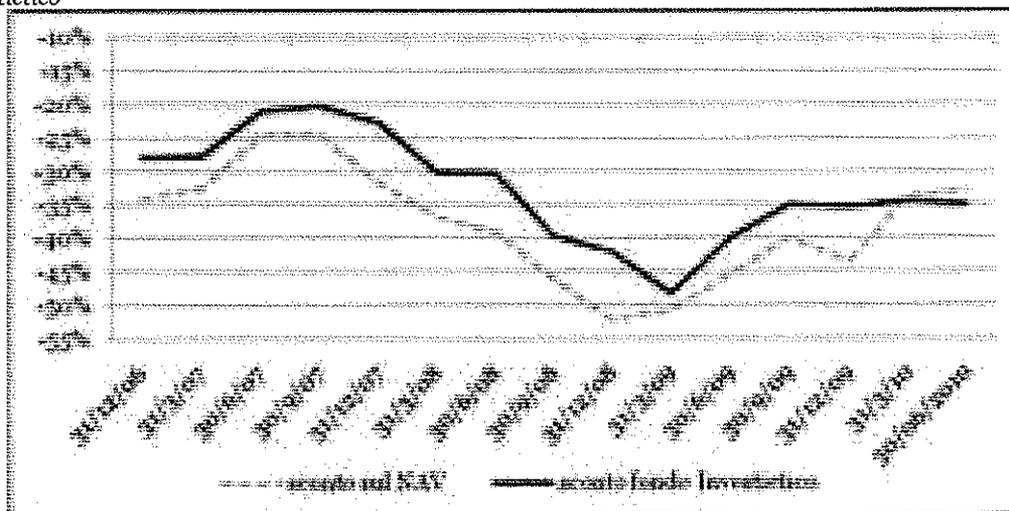
TABELLA 1: andamento trimestrale dello sconto dei fondi immobiliari chiusi italiani tra dicembre 2008 e giugno 2010

premio/- sconto su NAV	30/06/2010	31/3/10	31/12/09	30/9/09	30/6/09	31/3/09	31/12/08	premio/sconto medio
Delta Immobiliare	-61,6%	-58,8%	-58,3%					-59,6%
Europa Imm 1	-56,4%	-53,7%	-58,0%	-50,8%	-49,8%	-61,1%	-58,2%	-55,4%
Amundi Re Europa	-53,6%	-49,5%	-53,6%	-48,9%	-50,2%	-61,7%	-58,6%	-53,7%
Obelisco	-52,6%	-50,1%	-52,8%	-53,2%	-56,1%	-62,5%	-61,0%	-55,5%
Amundi Re Italia	-47,9%	-50,1%	-53,0%	-51,2%	-52,0%	-58,2%	-57,0%	-52,8%
Invest Real Sec	-46,5%	-49,0%	-49,4%	-50,3%	-53,4%	-61,3%	-55,9%	-52,3%
Unicredit Imm Uno	-45,2%	-47,0%	-46,3%	-45,2%	-53,3%	-61,1%	-58,0%	-50,9%
Olinda	-44,7%	-44,5%	-53,4%	-53,8%	-58,2%	-64,5%	-59,7%	-54,1%
Alpha Imm *	-41,2%	-38,2%	-39,0%	-36,2%	-49,9%	-51,2%	-48,5%	-43,4%
Polis	-40,1%	-39,5%	-44,8%	-41,3%	-47,1%	-53,3%	-57,2%	-46,2%
Bnl Portfolio Imm	-35,2%	-35,3%	-33,3%	-33,1%	-30,1%	-46,4%	-49,3%	-37,5%
Valore Imm Global	-32,9%	-28,1%	-27,8%	-29,9%	-31,0%	-38,2%	-36,5%	-32,1%
Investietico	-32,9%	-33,8%	-43,5%	-40,1%	-45,5%	-50,7%	-52,2%	-42,7%
Atlantic 1	-32,5%	-34,3%	-35,8%	-39,7%	-43,9%	-56,3%	-54,9%	-42,5%
Immobiliatum 2001	-31,6%	-22,9%	-19,1%	-18,0%	-23,6%	-26,0%	-20,3%	-23,1%
Securfondo	-27,7%	-31,2%	-32,9%	-37,1%	-30,4%	-43,5%	-33,9%	-33,8%
Atlantic 2	-27,0%	-30,7%	-20,8%	-26,1%	-27,8%	-47,8%	-38,6%	-31,3%
Estense Distrib	-24,2%	-26,0%	-24,0%	-19,4%	-21,5%	-31,5%	-17,8%	-23,5%
Caravaggio	-23,8%	-26,9%	-25,1%	-41,2%	-36,5%	-39,6%	-16,2%	-29,9%
Tecla	-23,9%	-27,9%	-28,4%	-27,8%	-35,6%	-40,4%	-36,3%	-31,5%
Piramide Globale	-19,5%	-17,9%	-18,5%	-15,9%	-24,0%	-34,3%	-14,4%	-20,7%
Beta	-4,0%	5,8%	6,7%	-6,8%	-20,5%	-24,3%	-0,2%	-6,2%
Risparmio Immobiliare Uno Energia	-1,0%	-2,1%	-2,0%	-5,4%				-2,6%
premio/sconto medio	35,0%	-34,4%	35,4%	-35,1%	-40,0%	-48,3%	-42,1%	-38,3%

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana, elaborazioni della Società

Dall'esame della Tabella 1 emerge con chiarezza che la quotazione di borsa dei fondi immobiliari incorpora in maniera permanente uno sconto rispetto al NAV. In tale contesto, il Fondo, pur risultando sostanzialmente in linea con il resto del mercato, negli ultimi 5 semestri ha presentato un sconto medio di circa il 43%, con una progressiva riduzione di tale differenza, specialmente nell'ultimo anno.

GRAFICO 1: confronto tra sconto medio dei fondi immobiliari quotati alla fine di ogni trimestre dal 31/12/2006 - sconto Fondo Investietico



Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

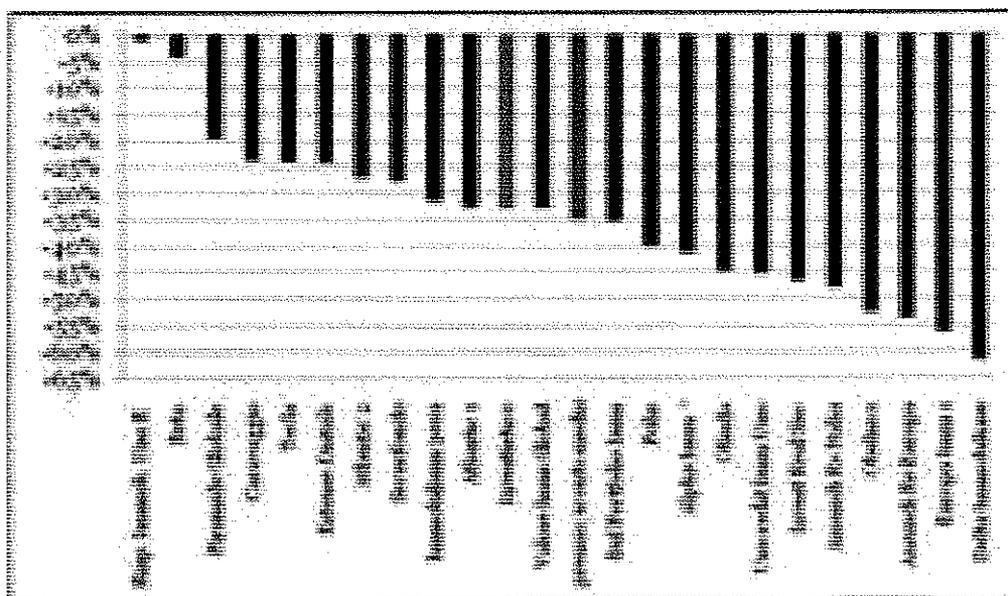
TABELLA 2: confronto tra valore unitario delle quote e prezzo di mercato relativo a fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili con il Fondo (prevalente destinazione d'uso, uffici)

ATTENTIVE INVESTING

premio/- sconto su NAV	destinazione d'uso prevalente-uffici	30/06/2010	31/3/10	31/12/09	30/9/09	30/6/09	31/3/09	31/12/08	premio/sconto medio
Olinda	87,5%	-44,7%	-44,5%	-53,4%	-53,8%	-58,2%	-64,5%	-59,7%	-54,1%
Obelisco	49,3%	-52,6%	-50,1%	-52,8%	-53,2%	-56,1%	-62,5%	-61,0%	-55,5%
Amundi Re Europa	87,8%	-53,6%	-49,5%	-53,6%	-48,9%	-50,2%	-61,7%	-58,6%	-53,7%
Amundi Re Italia	67,2%	-47,9%	-50,1%	-53,0%	-51,2%	-52,0%	-58,2%	-57,0%	-52,8%
Unicredit Imm Uno	70,2%	-45,2%	-47,0%	-46,3%	-45,2%	-53,3%	-61,1%	-58,0%	-50,9%
Polis	88,9%	-40,1%	-39,5%	-44,8%	-41,3%	-47,1%	-53,3%	-57,2%	-46,2%
Investitico	43,4%	-32,9%	-33,8%	-43,5%	-40,1%	-45,5%	-50,7%	-52,2%	-42,7%
Atlantic 1	78,0%	-32,5%	-34,3%	-35,8%	-39,7%	-43,9%	-56,3%	-54,9%	-42,5%
Alpha Imm *	76,5%	-41,2%	-38,2%	-39,0%	-36,2%	-49,9%	-51,2%	-48,5%	-43,4%
Bnl Portfolio Imm	61,2%	-35,2%	-35,3%	-33,3%	-33,1%	-30,1%	-46,4%	-49,3%	-37,5%
Tecla	60,0%	-23,9%	-27,9%	-28,4%	-27,8%	-35,6%	-40,4%	-36,3%	-31,5%
Atlantic 2	97,0%	-27,0%	-30,7%	-20,8%	-26,1%	-27,8%	-47,8%	-38,6%	-31,3%
Valore Imm Global	84,0%	-32,9%	-28,1%	-27,8%	-29,9%	-31,0%	-38,2%	-36,5%	-32,1%
Piramide Globale	64,0%	-19,5%	-17,9%	-18,5%	-15,9%	-24,0%	-34,3%	-14,4%	-20,7%
Beta	47,8%	-4,0%	5,8%	6,7%	-6,8%	-20,5%	-24,3%	-0,2%	-6,2%
premio/sconto medio		-35,6%	-34,7%	-36,3%	-36,6%	-41,7%	-50,1%	-45,5%	-40,1%

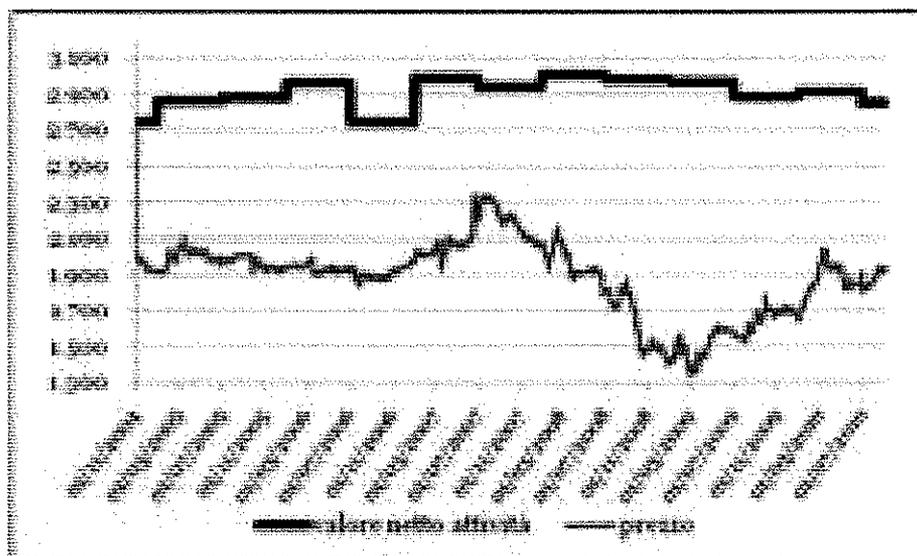
Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana e Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2009 di Assogestioni, elaborazioni della società.

GRAFICO 2: confronto tra valore unitario delle quote e prezzo di mercato relativo a fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili con il Fondo al 30/06/2010



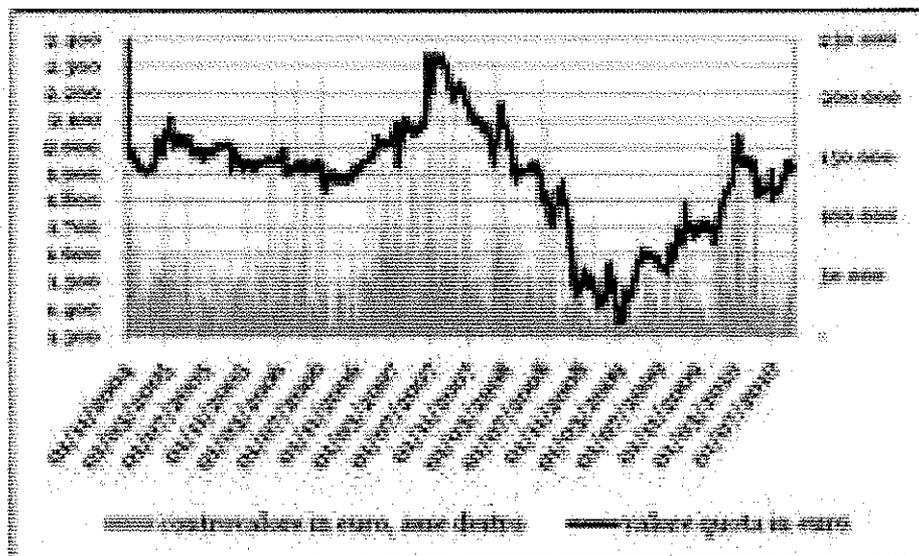
Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

GRAFICO 3: andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo rispetto al valore unitario netto risultante dal rendiconto periodico



Fonte: rendiconto del Fondo / Bloomberg

GRAFICO 4: andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo e controvalore giornaliero negoziato in Borsa



Fonte: Bloomberg

Analisi delle quotazioni di mercato

Il metodo delle quotazioni di mercato stima il valore del Fondo sulla base della capitalizzazione espressa in base ai prezzi di trattazione delle Quote sul mercato regolamentato.

Tale metodo, basato sul presupposto che la valutazione di una entità quotata in un mercato regolamentato sia validamente rappresentata dalla capitalizzazione determinata in base ai prezzi dei titoli negoziati, è generalmente utilizzato nella prassi per la valutazione di soggetti quotati, a condizione che il volume di titoli scambiati sul mercato sia sufficientemente significativo e che si tenga conto di un arco temporale abbastanza ampio, tale da compensare eventuali picchi dei corsi giornalieri.

Tuttavia, la metodologia in commento necessita di particolari cautele in fase di applicazione, perché al beneficio di avere una valutazione ritenuta sempre aggiornata, si associa il rischio di considerare gli effetti della volatilità tipica dei mercati borsistici, che si estrinseca in quotazioni giornaliere che possono differire molto fra loro. Per questo motivo, il metodo delle quotazioni di mercato deve essere temperato da osservazioni su periodi temporali più o meno estesi.

In definitiva, oltre alla già evidenziata presenza di uno sconto elevato dei prezzi di Borsa rispetto al valore patrimoniale netto, il mercato dei fondi immobiliari chiusi quotati in Italia evidenzia uno scarso flottante e scarsa capitalizzazione e liquidità.

Di seguito, riepiloghiamo i fattori che limitano la significatività dell'analisi delle quotazioni di mercato nel caso dei fondi immobiliari chiusi italiani:

- 1) limitato flottante, scarsa capitalizzazione;
- 2) limitata presenza di strumenti di controllo a beneficio dei quotisti sulla *governance* del fondo;
- 3) esistenza di un *asset discount* a causa della limitata verificabilità del mercato immobiliare nel suo complesso e nei singoli settori di investimento, nello specifico;
- 4) possibilità di periodi di grazia molto lunghi e discrezionali;
- 5) mancanza di una procedura *standard* di valutazione degli *asset* immobiliari;
- 6) grado di utilizzo della leva finanziaria.

Nel caso di Investietico, per giungere ad una significativa applicazione del metodo, è stato analizzato l'andamento dei corsi delle Quote su diversi orizzonti temporali, anche al fine di determinare i prezzi medi relativi a diversi intervalli temporali.

Nel corso del 2009, le Quote del Fondo hanno fatto registrare un prezzo unitario massimo di Euro 1.790 (millesettecentonovanta) e un minimo di Euro 1.345 (milletrecentoquarantacinque), con volumi totali pari a 2.840 (duemilaottocentoquaranta) unità. Nel periodo compreso tra il 1 gennaio e il 7 settembre 2010, la quotazione di mercato ha toccato un massimo di Euro 2.045 (duemilaquarantacinque) e un minimo di Euro 1.660 (milleseicentossessanta), per volumi complessivi di 3.372 (tremilatrecentosettantadue) unità. Dalla data della prima quotazione, 1 novembre 2004, il valore medio delle chiusure giornaliere è stato di Euro 1.884,43 (milleottocentoottantaquattro virgola quarantatre), con scambi medi per seduta pari a 17,98 (diciassette virgola novantotto) Quote. La quotazione del Fondo al 7 settembre 2010 è di Euro 1935,00.

Il Grafico 3 riportato nelle pagine precedenti pone a confronto il valore attribuito alle Quote con l'andamento del prezzo delle stesse a partire dall'istituzione del Fondo, mentre la successiva Tabella 3 riporta il prezzo medio ponderato e la media aritmetica del prezzo delle Quote calcolati su diversi intervalli temporali (fin dalla quotazione, ultimi 24 mesi, ultimo anno, ultimi 6 mesi, ultimi 3 mesi, ultimo mese, ultima quotazione disponibile). Al fine di valutare l'effettiva significatività delle quotazioni, la Tabella riporta inoltre, per ciascuno degli intervalli considerati, i volumi medi scambiati e il controvalore delle negoziazioni. Il valore attribuito alle Quote dal Consiglio di Amministrazione della Società è superiore al prezzo storico di negoziazione medio e alla media ponderata dei prezzi ufficiali delle Quote sino alla data del 7 settembre 2010.

TABELLA 3: Media ponderata e media aritmetica del prezzo delle Quote del Fondo relativo a diversi intervalli temporali, volumi medi e controvalore di ciascun periodo

ATTENTIVE INVESTING

Periodo di riferimento	Media ponderata dei prezzi ufficiali	Media aritmetica dei prezzi ufficiali	Volumi medi giornalieri	controvalori totali del periodo	controvalori medi giornalieri del periodo
dalla prima quotazione, 1 novembre 2004	€ 1.930,20	€ 1.884,43	17,98	€ 51.524.674,98	€ 34.650,08
24 mesi	€ 1.717,86	€ 1.674,02	14,44	€ 12.603.903,31	€ 24.810,83
12 mesi	€ 1.834,31	€ 1.816,35	17,13	€ 8.041.522,82	€ 32.037,94
6 mesi	€ 1.927,39	€ 1.894,17	17,59	€ 4.395.178,24	€ 34.071,15
3 mesi	€ 1.845,47	€ 1.869,76	11,44	€ 1.415.964,26	€ 21.454,00
1 mese	€ 1.917,82	€ 1.917,35	13,77	€ 581.098,27	€ 26.413,56
ultima quotazione	€ 1.935,00		26	€ 50.310,00	

Fonte: Bloomberg

Si evidenzia peraltro una tendenziale diminuzione degli scambi sulle Quote del Fondo.

Per completezza di informazioni, la successiva Tabella 4 evidenzia il controvalore medio delle quote negoziate, a partire dal debutto in Borsa di ciascun fondo fino al 30 giugno 2010, nonché il volume e il controvalore medio giornaliero dei relativi scambi.

TABELLA 4: Numero medio quote scambiate e controvalore medio giornaliero, a partire dalla quotazione di ciascun fondo e fino al 30/06/2010

DENOMINAZIONE DEL FONDO	ANNO DI QUOTAZIONE	VOLUME MEDIO GIORNALIERO	CONTROVALORE GIORNALIERO MEDIO
Atlantic 2	2005	274,07	€ 176.552
Tecla	2004	271,81	€ 153.588
Alpha Imm	2002	47,67	€ 137.783
Unicredit Imm Uno	2001	57,60	€ 118.201
Olinda	2004	240,57	€ 108.878
Beta	2005	64,03	€ 66.538
Atlantic 1	2006	129,63	€ 59.717
Amundi Re Italia	2002	30,60	€ 59.413
Bnl Portfolio Imm	2002	26,67	€ 56.924
Polis	2001	29,45	€ 49.307
Amundi Re Europa	2003	32,12	€ 48.836
Piramide Globale	2002	29,72	€ 38.613
Investitico	2004	18,16	€ 35.078
Valore Imm Global	1999	6,07	€ 26.582
Immobiliium 2001	2002	5,75	€ 23.741
Delta Immobiliare	2009	570,51	€ 22.319
Estense Distribuzione	2004	7,35	€ 16.960
Europa Imm 1	2006	7,52	€ 12.819
Securfondo	1999	5,34	€ 11.749
Invest Real Sec	2003	5,51	€ 9.561
Risparmio Immobiliare Uno Energia	2009	0,79	€ 7.980
Obelisco	2006	3,46	€ 6.134
Caravaggio	2005	2,46	€ 5.851

Fonte: Bloomberg

Come si desume chiaramente dalla precedente Tabella, solo un ristretto gruppo di fondi presenta un numero discreto di scambi (controvalore > Euro 100.000). Il Fondo si colloca in posizione sostanzialmente mediana rispetto al campione.

Analisi dei premi corrisposti nel contesto di offerte pubbliche

Il criterio prevede l'applicazione del premio mediamente attribuito nel contesto di offerte pubbliche volte a raggiungere l'acquisizione di una quota, anche di controllo, di una società rispetto all'osservazione, su intervalli temporali significativi, dei prezzi di borsa antecedenti l'annuncio delle offerte stesse. Tale premio è giustificato dall'importanza strategica della combinazione attesa in termini di benefici economici, finanziari e patrimoniali conseguibili con le attività acquisite.

In questo contesto, il premio è stato stimato sulla base di transazioni effettuate tramite offerte pubbliche nel periodo 2007-2010 volte all'acquisizione di una quota rilevante in fondi immobiliari chiusi o di operazioni straordinarie che prevedono un trasferimento di aggregati rilevanti di quote tra due controparti, il cui valore di transazione è stato confermato da una perizia di congruità rilasciata da un perito; nel campione, in verità ristretto, sono incluse entità non omogenee in termini di attività, di dimensioni, di storia, di criticità, dal momento che la determinazione del premio in oggetto tende a prescindere dal tipo di attività svolta. Inoltre, durante alcune offerte, il premio proposto dagli offerenti è stato incrementato, in conseguenza dell'intervento di offerte concorrenti. Il campione è in particolare costituito dalle operazioni promosse nel corso del 2007 da Gamma RE BV sui fondi Tecla e Berenice, gestiti da Pirelli Real Estate SGR e dall'OPA lanciata da Chrysalis Spa sul fondo Beta, gestito da Fimit SGR. È stata inoltre considerata l'offerta di vendita disgiunta indirizzata da Fondazione Enasarco e da Cassa di Risparmio di Chieti a Sorgente SGR ed avente ad oggetto le quote del Fondo Caravaggio, gestito dalla medesima SGR.

Il premio o sconto riconosciuto – stimato come differenza positiva o negativa rispetto alla media aritmetica della quotazione di un periodo determinato, escludendo i casi estremi – è illustrato nella seguente tabella:

TABELLA 5: premio medio applicato in precedenti offerte su fondi

premio (sconto) rispetto a:	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 1 MESE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 3 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 6 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 12 MESI
MIN	-5,3%	-5,7%	-5,3%	-1,7%	2,8%
MEDIA	17,5%	19,7%	20,7%	20,4%	22,8%
MAX	51,8%	58,6%	56,3%	51,7%	46,5%

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

TABELLA 6: riduzione sconto sul NAV a seguito delle offerte su fondi

(sconto) premio rispetto a NAV	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	applicando prezzo offerta	CHIUSURA OPERAZIONE (post eventuali controfferte)
MIN	-40,53%	-23,39%	-23,39%
MEDIA	-22,36%	-11,21%	-0,69%
MAX	0,22%	5,64%	27,84%

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

Nell'ambito delle transazioni sopra descritte, la differenza tra il corrispettivo offerto e il NAV alla data dell'annuncio dell'operazione si è dunque tipicamente ridotta, risultando compresa tra uno sconto massimo del 23,4% ed un premio del 5,6%.

Rendimento per il titolare di Quote e confronto del corrispettivo con diversi indicatori relativi al Fondo

Si propongono alcuni parametri di redditività del Fondo per il periodo intercorrente dalla data di collocamento al 31 dicembre 2009.

IRR (tasso interno di rendimento): rappresenta il rendimento complessivo del Fondo, ovvero il tasso di interesse composto annuale dalla data di collocamento alla data del 31 dicembre 2009, calcolato in base ai flussi di cassa rappresentati:

- dall'investimento iniziale;
- dai dividendi percepiti;
- dai rimborsi provenienti dalla liquidazione degli attivi;
- considerando l'ipotetico incasso per il disinvestimento delle quote al valore del NAV contabile al 31 dicembre 2009.

Quest'ultimo valore è indicativo della potenziale redditività complessiva conseguibile dall'investitore se il patrimonio immobiliare fosse stato liquidato alla data del 31 dicembre 2009 al valore di perizia indicato dall'esperto indipendente. Tale rendimento è puramente indicativo e non vi sono certezze che possa essere effettivamente conseguito nel tempo. Il tasso interno di rendimento per l'investitore del Fondo è pari al 4,72% (quattro virgola settantadue), come si evince dalla seguente tabella.

TABELLA 7: flussi di cassa a favore dell'investitore (Euro/quota) e IRR

DATA DISTRIBUZIONE	CAPITALE INVESTITO	RIMBORSO QUOTE	DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	NAV CONTABILE	PERIODO DI COMPETENZA
	€/quota	€/quota	€/quota	€/quota	
01-mar-02	2.500,00				
01-mar-03					2002
15-mar-04			10,00		2003
21-mar-05			85,00		2004
22-mar-06			130,00		2005
22-mar-07			160,00		2006
28-mar-08			112,00		2007
26-mar-09			94,00		2008
31-dic-09				2.913,48	
TOTALE	2.500,00	-	591,00		
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO				4,72%	

Fonte: rendiconto annuale del Fondo al 31/12/2009

Assumendo che il partecipante al Fondo abbia detenuto una Quota ininterrottamente dalla data di avvio dell'operatività, il tasso interno di rendimento calcolato sulla base della quotazione del Fondo al 7 settembre 2010, giorno precedente l'annuncio dell'Offerta, è pari allo 0,92% (zero virgola novantadue).

TABELLA 8: flussi di cassa a favore dell'investitore (Euro/quota) e IRR calcolato sulla base della quotazione del Fondo al 7/09/2010

ATTENTIVE INVESTING

DATA DISTRIBUZIONE	CAPITALE INVESTITO	RIMBORSO QUOTE	DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	QUOTAZIONE 7 SETTEMBRE	PERIODO DI COMPETENZA
	€/quota	€/quota	€/quota		
01-mar-02 -	2.500,00				
01-mar-03					2002
15-mar-04			10,00		2003
21-mar-05			85,00		2004
22-mar-06			130,00		2005
22-mar-07			160,00		2006
28-mar-08			112,00		2007
26-mar-09			94,00		2008
25-mar-10			164,00		2009
07-set-10				1.935,00	
TOTALE	- 2.500,00	-	755,00	1.935,00	

TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

0,92%

Fonte: rendiconti del Fondo ed elaborazioni della Società

Nel medesimo periodo i principali indici di Borsa e settoriali (immobiliari) hanno registrato i seguenti andamenti:

TABELLA 9: andamento borse internazionali e del settore immobiliare

DATA	INDICI DI BORSA INTERNAZIONALI					INDICI SETTORIALI (IMMOBILIARI)		
	Standard & Poor's 500	Dow Jones Indu	FTSE MIB	Eurostoxxx 50	FTSE 100	EPRA index Italia*	BIG REIT index	BE500 Real Estate index
07/09/2010	1.094,33	10.364,04	20.395,45	2.728,42	5.407,82	1.372,60	172,89	85,27
01/03/2002	1.131,78	10.368,86	32.069,00	3.645,33	5.169,00	2.587,76	180,08	128,18
PERFORMANCE ASSOLUTA	-3,31%	-0,05%	-36,40%	-25,15%	4,62%	-46,96%	-3,99%	-33,48%

Fonte: Bloomberg

Esponiamo di seguito i moltiplicatori Prezzo/Utile per quota alla data del 31/12/2009.

TABELLA 10: moltiplicatori Prezzo / Utile fondi quotati

FONDO	SGR	P/E
Unicredit Imm Uno	Pioneer Investment Mangement	142,75
Investietico	Aedes Bpm Real Estate	45,89
Piramide Globale	Rreef Fondiimmobiliari	37,83
Valore Imm Global	Rreef Fondiimmobiliari	37,37
Beta	Fimit	35,09
Tecla	Pirelli & C. Real Estate	21,06
Alpha Imm	Fimit	12,55
Bnl Portfolio Imm	Bnp Paribas Reim	- 5,28
Obelisco	Investire Immobiliare	- 5,67
Invest Real Sec	Beni Stabili Gestioni	- 6,49
Atlantic 1	First Atlantic Real Estate	- 6,83
Risparmio Immobiliare Uno En	Pensplan Invest sgr	- 7,24
Amundi Re Europa	amundi sgr	- 7,35
Delta Immobiliare	Fimit	- 8,28
Atlantic 2	First Atlantic Real Estate	- 11,33
Polis	Polis Fondi Immobiliari	- 17,01
Caravaggio	Sorgente	- 17,46
Amundi Re Italia	amundi sgr	- 27,29
Europa Imm 1	vegagest immobiliare sgr	- 35,89
Olinda	Pirelli & C. Real Estate	- 39,91
Immobiliium 2001	Beni Stabili Gestioni	- 40,78
Estense Distrib	Bnp Paribas Reim	- 274,98
Securfondo	Beni Stabili Gestioni	- 438,97

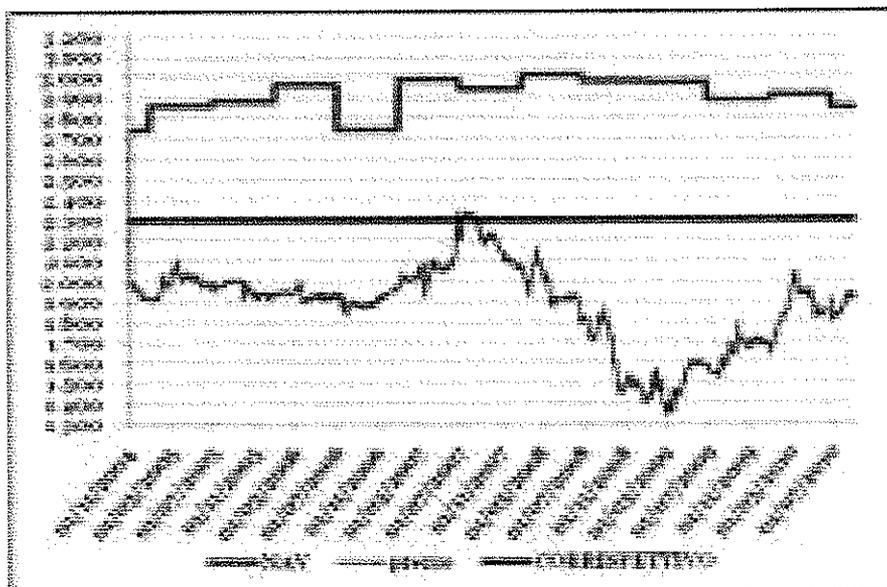
Fonte: Bloomberg e Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2009 di Assogestioni

* * * * *

Tenuto conto dei risultati emersi dai criteri di valutazione sopra descritti, il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato in Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero) il valore unitario delle Quote del Fondo oggetto del conferimento in natura (il "Corrispettivo").

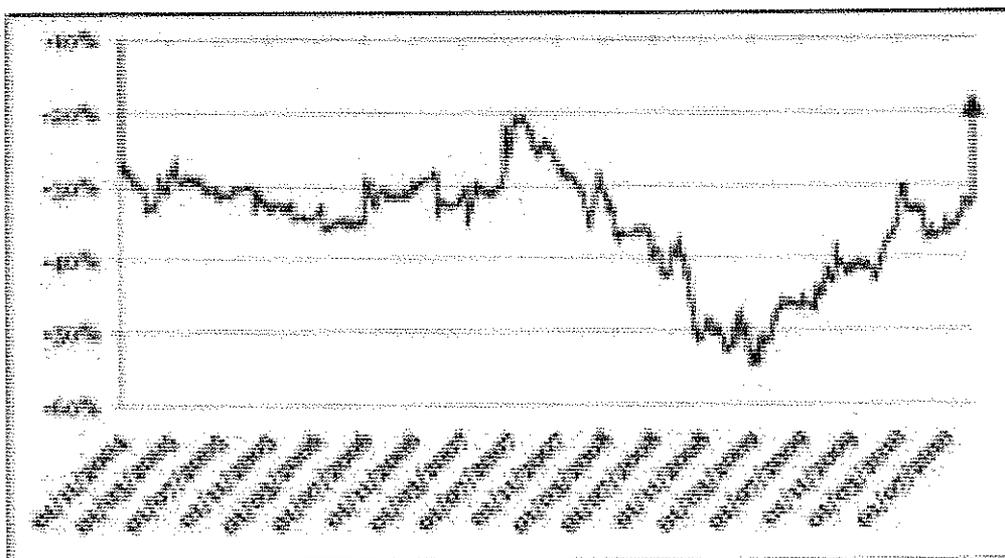
Come evidenziato dal seguente Grafico 5, il Corrispettivo corrisponde sostanzialmente al prezzo di quotazione più elevato fatto registrare dalle Quote del Fondo dalla data della prima quotazione, ad eccezione dei prezzi marcati in cinque giorni consecutivi nel periodo tra il 21 e il 27 giugno 2007.

GRAFICO 5: Corrispettivo e andamento storico del prezzo di mercato delle Quote del Fondo e del valore unitario netto risultante dal rendiconto periodico



Fonte: rendiconto del Fondo/Bloomberg

GRAFICO 6: andamento dello sconto sul NAV del Fondo dal 1/11/2004 al 7/09/2010 applicando il Corrispettivo



Fonte: rendiconto del Fondo / Bloomberg

Il Corrispettivo determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società incorpora uno sconto del 19,33 % (diciannove virgola trentatré per cento) sul NAV al 30/06/2010, che rappresenta lo sconto minore fin dalla data di avvio delle negoziazioni del Fondo.

TABELLA 11: premio incorporato nel Corrispettivo rispetto alla media ponderata e alla media aritmetica del prezzo delle Quote a diversi intervalli temporali

Periodo di riferimento	Media ponderata dei prezzi ufficiali	Premio incorporato nel Corrispettivo	Media aritmetica dei prezzi ufficiali	Premio incorporato nel Corrispettivo
dalla prima quotazione, 1 novembre 2004	1930,20	19,2%	1884,43	22,1%
24 mesi	1717,86	33,9%	1674,02	37,5%
12 mesi	1834,31	25,4%	1816,35	26,7%
6 mesi	1927,39	19,4%	1894,17	21,5%
3 mesi	1845,47	24,7%	1869,76	23,1%
1 mese	1917,82	20,0%	1917,35	20,0%
ultima quotazione	1935,00	18,0%		

Fonte: Bloomberg

TABELLA 12: Corrispettivo, premio implicito riconosciuto dalla Società e premio medio applicato in precedenti offerte su fondi

premio (sconto) rispetto a:	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 1 MESE	PREZZO MEDIA ARITMETICA 3 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 6 MESI	PREZZO MEDIA ARITMETICA 12 MESI
MIN	-5,3%	-5,7%	-5,3%	-1,7%	2,8%
MEDIA	17,5%	19,7%	20,7%	20,4%	22,8%
MAX	51,8%	58,6%	56,3%	51,7%	46,5%
corrispettivo	18,0%	20,0%	24,7%	19,4%	25,4%

Fonte: rendiconti di fondi e quotazioni di Borsa Italiana

Il premio riconosciuto dalla Società definendo in Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero) il valore delle Quote ai fini dell'Offerta è sempre incluso all'interno degli estremi dei premi manifestati in precedenti offerte assimilabili e aderente al valore medio delle medesime.

TABELLA 13: Corrispettivo e riduzione sconto sul NAV

(sconto) premio rispetto a NAV	PREZZO GIORNO PRECEDENTE	APPLICANDO CORRISPETTIVO
MIN	-40,53%	-23,39%
MEDIA	-22,4%	-11,2%
MAX	0,22%	5,64%
corrispettivo	-32,2%	-19,3%

Fonte: rendiconti di fondi e quotazioni di Borsa Italiana

Come evidenziato dalla precedente Tabella 13, a seguito dell'applicazione del Corrispettivo, lo sconto rispetto al NAV si è ridotto in modo significativo, rimanendo in linea con quanto fatto registrare in operazioni simili.

Assumendo che il partecipante al Fondo abbia detenuto una Quota ininterrottamente dalla data di avvio dell'operatività, il rendimento, inteso come tasso interno di rendimento (IRR) da questi ottenibile attraverso l'adesione all'Offerta, al lordo di qualsiasi effetto fiscale, è pari al 2,50% (due virgola cinquanta), superiore sia allo 0,92% (zero virgola novantadue per cento) che si otterrebbe, non aderendo all'Offerta, sulla base della quotazione del Fondo al giorno precedente l'annuncio dell'Offerta, sia all'andamento dei principali indici finanziari e di settore nel medesimo periodo.

TABELLA 14: flussi di cassa a favore dell'investitore (Euro/quota) e IRR nel caso di adesione all'Offerta sulla base del Corrispettivo

DATA DISTRIBUZIONE	CAPITALE INVESTITO €/quota	RIMBORSO QUOTE €/quota	DISTRIBUZIONE DIVIDENDI	CORRISPETTIVO	PERIODO DI COMPETENZA
01-mar-02	2.500,00				
01-mar-03					2002
15-mar-04			10,00		2003
21-mar-05			85,00		2004
22-mar-06			130,00		2005
22-mar-07			160,00		2006
28-mar-08			112,00		2007
26-mar-09			94,00		2008
25-mar-10			164,00		2009
21-lug-10				2.301,00	
TOTALE	2.500,00	-	755,00	2.301,00	
TASSO INTERNO DI RENDIMENTO				2,50%	

Fonte: rendiconti del Fondo ed elaborazioni della Società

4.2 Considerazioni in merito alla congruità del valore attribuito ai beni oggetto del conferimento in natura

In conformità a quanto previsto dall'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del cod. civ., non si provvederà ad acquisire la relazione di cui all'art. 2343, comma 1, del cod. civ., richiamata dall'art. 2440 del cod. civ.. Tale relazione non è, infatti, richiesta "qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o ai crediti conferiti (...) corrisponda: (...) b) al valore equo risultante dalla valutazione, precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generali riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento e dalla società e dotato di adeguata e comprovata professionalità".

La Società ha, a tal fine, deciso di avvalersi di una valutazione delle Quote predisposta, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del cod. civ., dall'esperto indipendente Reddy's Group S.p.A..

L'esperto indipendente ha fornito la propria valutazione il 6 settembre 2010 u.s., da cui risulta che il valore unitario delle Quote è stimato in Euro 2.522,38^{8/100} (duemilacinquecentoventidue virgola trentotto).

Pertanto, considerato che a fronte del conferimento di ogni Quota verranno emesse 300 (trecento) Azioni ad un prezzo complessivo di Euro 2.301,00 (duemilatrecentouno virgola zero zero), si può constatare che il valore attribuito alle Quote ai fini della determinazione dell'aumento di capitale e relativo sovrapprezzo non è superiore al valore risultante dalla valutazione dell'esperto indipendente.

5. ANALISI DELLA COMPOSIZIONE DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO

L'Aumento di Capitale in Natura non è finalizzato alla raccolta di risorse finanziarie destinate alla riduzione ovvero al mutamento della struttura dell'indebitamento finanziario della Società.

Non si provvede, pertanto, a fornire un prospetto di analisi della composizione dell'indebitamento finanziario netto a breve e a medio-lungo termine.

6. ANDAMENTO DELLA GESTIONE E PREVEDIBILE CHIUSURA DELL'ESERCIZIO IN CORSO

La Società è una *holding* di partecipazioni che detiene l'intero capitale sociale della controllata RPX Ambiente S.r.l. ("**RPX Ambiente**") e il 18,8% (diciotto virgola otto per cento) del capitale sociale della AQ Tech S.p.A. ("**AQ Tech**").

Andamento della gestione di RPX Ambiente

Rpx Ambiente opera nel settore del riciclaggio di scarti e cascami dell'attività industriale e agricola. Nel corso del primo semestre del corrente esercizio, RPX Ambiente ha proseguito, su impulso della Società, un'intensa fase di ristrutturazione tecnica e organizzativa, che ha già manifestato effetti positivi sul versante dei costi, mentre il recupero della piena capacità produttiva è previsto al completamento degli investimenti programmati.

Più in particolare, i dati al 30 giugno 2010 sono negativamente condizionati da una flessione dei livelli produttivi, significativamente inferiori alle attese, pur nel contesto di una incisiva razionalizzazione di taluni costi di produzione, segnatamente le prestazioni di terzi relative alla manutenzione degli impianti nonché i costi di smaltimento rifiuti, che evidenzia lo sforzo del *management* di rendere la struttura dei costi maggiormente flessibile e commisurata ai livelli produttivi e delle vendite.

Di seguito si fornisce una sintesi dell'andamento economico nel primo semestre 2010, raffrontato con il corrispondente periodo dell'esercizio precedente:

<i>(dati in migliaia di euro)</i>	30.06.2010	30.06.2009	Variazioni
Ricavi da vendite e prestazioni e altri ricavi	2.529	3.735	(1206)
Costi industriali	(2.438)	(4.117)	1679
Costo del personale	(587)	(728)	141
EBITDA	(497)	(1.110)	613
Ammortamenti	(276)	(281)	5
Accantonamenti/Svalutazioni	(25)	(70)	45
EBIT	(798)	(1.462)	664

Il primo semestre 2010 si è chiuso con una perdita operativa di Euro 798 (settecentonovantotto) migliaia, contro una perdita operativa di Euro 1.462 (mille quattrocentosessantadue) migliaia del primo semestre 2009. Il miglioramento del risultato, pari a Euro 664 (seicentosessantaquattro) migliaia, è ritenuto tuttavia insoddisfacente rispetto alle previsioni effettuate nel piano industriale approvato il 16 marzo 2010, soprattutto in presenza di un andamento di mercato favorevole sia in termini di volumi richiesti che di prezzi di vendita.

Dopo la chiusura del primo trimestre 2010, che già evidenziava il *gap* produttivo rispetto alla domanda della clientela, gli amministratori hanno attentamente valutato le cause della mancata capacità produttiva che risiedono soprattutto nelle imprevedibili ripetute fermate dell'impianto dovute al guasto di alcune parti meccaniche e nella non ottimale attività manutentiva ordinaria.

Gli amministratori, hanno messo quindi a punto una strategia di manutenzione preventiva atta a ridimensionare drasticamente le fermate delle linee di produzione. Tale strategia è stata implementata dopo la fermata degli impianti attuata nel mese di agosto, in cui sono stati svolti numerosi interventi tecnici ordinari e straordinari.

Gli amministratori, in data 28 luglio 2010, hanno rivisto il piano industriale, alla luce degli interventi effettuati e di quelli in corso di esecuzione, che dovrebbero riportare la produzione agli stessi livelli quantitativi dell'esercizio 2008.

A decorrere dal 15 settembre 2010 sarà inoltre applicata una nuova politica di prezzi, già largamente condivisa con la clientela, che consentirà un incremento del prezzo medio di vendita già nel 2010.

Le suddette iniziative, unitamente al buon andamento della domanda sia domestica che estera e al livello soddisfacente dei prezzi di vendita, rappresentano i presupposti più importanti alla base della sostenibilità del piano stesso, proseguendo il programma di *turnaround* gestionale ed economico cominciato all'inizio dell'esercizio 2010.

Andamento della gestione di AQ Tech

AQ Tech è una *holding* di partecipazione attiva, attraverso le proprie controllate, nel settore della produzione per conto terzi di prodotti farmaceutici, parafarmaceutici, dietetici e dermocosmetici e della ricerca e dello sviluppo di composti del rutenio e di derivati polisaccaridici. AQ Tech detiene il controllo delle seguenti società:

- Montefarmaco S.p.A., con una partecipazione pari al 100% (cento per cento) del capitale sociale;
- Sigmar S.p.A., con una partecipazione pari al 100% (cento per cento) del capitale sociale;
- Sigea S.r.l., con una partecipazione pari all'85% (ottantacinque per cento) del capitale sociale.

Durante il primo semestre 2010, le società del gruppo AQ Tech sono state caratterizzate dall'andamento gestionale di seguito descritto:

- relativamente a Montefarmaco, che ha consuntivato una perdita civilistica pari a Euro 1.074 (mille settantaquattro) migliaia, la *performance* negativa è attribuibile alla fase di perdurante stallo nelle vendite dei prodotti probiotici, principalmente verso i paesi dell'est europeo, ma soprattutto al venir meno di un contratto significativo per la produzione del farmaco Lantanoprost, a causa di un ricorso presentato dal produttore principale che sostiene l'attuale validità del marchio a scapito del prodotto generico, che avrebbe dovuto essere prodotto da Montefarmaco. Tale circostanza, che rappresentava un elemento importante del piano industriale 2010-2012, ha influito pertanto pesantemente sulla redditività della società. Per quanto riguarda l'acquisizione di nuovi ordini, il secondo semestre, nonostante il venir meno del prodotto Lantanoprost, presenta un andamento favorevole, che dovrebbe permettere almeno un congelamento della perdita consuntivata al 30 giugno 2010. In attesa degli sviluppi in merito allo sblocco o meno del contratto di produzione del citato farmaco generico, gli amministratori, nella riunione del 21 luglio 2010 hanno ritenuto di confermare il piano industriale 2010-2012, con il preciso intento di procedere ad una sua ulteriore validazione in occasione della chiusura trimestrale al 30 settembre 2010;
- relativamente a Sigmar, che ha consuntivato un utile civilistico di Euro 251 (duecentocinquanta) migliaia, i risultati gestionali del primo semestre confermano le previsioni del piano 2010-2012,

registrando una leggera flessione del settore dermo-cosmetico (ricco tuttavia di interessanti e concrete prospettive ed opportunità) ed un significativo miglioramento nel settore farmaceutico, con la conferma di alcuni importanti contratti. È stato pertanto pienamente confermato il piano industriale 2010-2012.

- per quanto concerne Sigea, l'attività di ricerca è proseguita secondo le previsioni e si conferma l'interessamento di primari gruppi farmaceutici internazionali per il potenziale sfruttamento di alcuni prodotti in fase avanzata di sviluppo. In particolare, relativamente ad una preparazione iniettabile, utilizzata in campo dermo-cosmetico come *filler* oltre che nel trattamento della osteoartrite, sono attive negoziazioni con un primario gruppo farmaceutico internazionale che ha richiesto di avvalersi dei diritti mondiali di utilizzo dei prodotti in cambio di un *down payment* e del riconoscimento di *royalties*, in linea con le aspettative di Sigea. Relativamente a prodotti derivati dall'acido ialuronico, sono in corso trattative con una primaria società farmaceutica internazionale per la concessione di vendita del prodotto per uso iniettabile. Allo stadio attuale, i campioni di prova sono già stati prodotti dalla società richiedente con esito positivo. Tali interessamenti ai prodotti potrebbero condurre alla stipula di contratti entro l'esercizio in corso. Sigea è in attesa di estendere con la controparte il *business plan* per determinare gli aspetti economici e commerciali dell'accordo. Relativamente alle molecole derivate dal rutenio, aventi attività antimetastatica nel trattamento di alcuni di tumori definiti "*non-small-cell cancers*", la parte della fase 2 concernente la definizione dei dosaggi terapeutici ottimali dovrebbe concludersi a breve, salvo effetti indesiderati valutati nella fase di monitoraggio. A seguito della conclusione di questa fase, Sigea è nelle condizioni di entrare in colloqui più approfonditi con eventuali *partners*.

Andamento gestionale della Società e prevedibile chiusura dell'esercizio in corso

Di seguito si riporta tabella riassuntiva delle voci che compongono il margine operativo lordo consolidato al 30 giugno 2010, raffrontate con i corrispondenti dati al 31 dicembre 2009 e al 30 giugno 2009.

<i>(dati in migliaia di euro)</i>	30-06-10	31-12-09	30-06-09
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.473	5.768	13.296
Altri ricavi e proventi	458	256	208
(Decremento) Incremento delle rimanenze	504	(1.748)	(927)
Costi operativi:	(5.284)	(11.151)	(15.669)
Costi per materie prime e materiali di consumo	(1.634)	(1.657)	(6.292)
Costi per servizi	(2.692)	(5.359)	(4.777)
Costo del personale	(857)	(2.142)	(4.413)
Altri Costi operativi	(101)	(245)	(187)
Margine Operativo Lordo	(1.849)	(5.127)	(3.092)

La gestione individuale della Società ha registrato gli effetti di un'attenta politica di contenimento dei costi. Va altresì considerato che alcune funzioni di base presenti nella struttura sono correlate allo stato di società quotata e al previsto allargamento del perimetro in linea con la strategia di sviluppo della Società.

Alla data del 30 giugno 2010, la Società registra un margine operativo lordo individuale negativo di Euro 1.303 (mille trecentotre) migliaia ed un risultato del periodo negativo per Euro 1.553 (mille cinquecentocinquantaquattro) migliaia.

Si segnala che tra gli altri ricavi è presente una sopravvenienza attiva di Euro 300 (trecento) migliaia derivante dalla sottoscrizione di un accordo transattivo da parte di tutti i soggetti coinvolti nel contenzioso instaurato da Arena e Bioagri nei confronti di YA Global Dutch BV, YA Global Investments LP, Yorkville Advisors LLC, bhn S.r.l. e Yorkville bhn S.p.A.. Al riguardo si precisa che Arena e Bioagri hanno rinunciato, tra le altre cose, a qualsiasi pretesa nei confronti della Società e che Arena ha corrisposto a Yorkville bhn S.p.A., a titolo di risarcimento del danno subito, l'importo complessivo di Euro 300 (trecento) migliaia.

La gestione della Società, in coerenza con le proprie linee strategiche, sarà concentrata sulla ricerca e sull'esame di possibili investimenti, preferibilmente in *target* che presentino un'interessante generazione di *cash flow* senza richiedere immediati rilevanti investimenti successivamente all'acquisizione.

La Società, in attuazione delle proprie strategie di sviluppo e diversificazione degli investimenti, ha sostenuto, nel primo semestre 2010, costi di assistenza legale e di consulenza pari a totali Euro 358 (trecentocinquantotto) migliaia, interamente spesi nel medesimo periodo.

La gestione individuale della Società continuerà ad essere improntata su una logica di contenimento dei costi, fermo restando che i costi di struttura, il previsto ampliamento del perimetro del gruppo e i costi connessi all'organizzazione delle operazioni di investimento potranno influire sull'andamento economico della Società nel secondo semestre 2010, segnalando che gli eventuali benefici economici e finanziari potrebbero prodursi a partire dall'esercizio successivo.

7. CONSORZI DI GARANZIA E/O DI COLLOCAMENTO

Non sono previsti consorzi di garanzia e/o di collocamento in relazione alle Azioni Yorkville bhn S.p.A. di nuova emissione, poiché l'Aumento di Capitale in Natura è interamente riservato ai titolari delle Quote del Fondo.

8. ALTRE FORME DI COLLOCAMENTO

La Società ha provveduto a nominare Banca Akros S.p.A. in qualità di intermediario incaricato del coordinamento della raccolta delle adesioni all'Offerta da parte dei titolari delle Quote del Fondo.

9. DISPONIBILITÀ A SOTTOSCRIVERE LE NUOVE AZIONI RIVENIENTI DALL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

Non è stata manifestata la disponibilità da parte di alcun azionista alla sottoscrizione delle nuove Azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Natura, in quanto la sottoscrizione di tali Azioni è riservata esclusivamente ai titolari delle Quote del Fondo.

10. PERIODO DI ESECUZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE

L'Aumento di Capitale in Natura potrà essere sottoscritto successivamente all'approvazione dell'aumento stesso da parte dell'Assemblea Straordinaria, previa iscrizione della delibera presso il competente ufficio del registro delle imprese, nel corso del periodo di adesione all'Offerta e sarà, dunque, parzialmente o interamente eseguito sulla base dei risultati dell'Offerta, purché si sia avverata la Condizione Sospensiva o la Società vi abbia rinunciato.

11. NUMERO, CATEGORIA, GODIMENTO E PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI OGGETTO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA

In funzione della percentuale di adesione all'Offerta, la Società potrà emettere, a fronte dell'Aumento di Capitale in Natura, un massimo di n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantunomila duecento) Azioni ordinarie nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti amministrativi e patrimoniali connessi alle azioni della Società già in circolazione.

Le Azioni di nuova emissione avranno godimento pari a quello delle azioni ordinarie della Società in circolazione alla data di emissione delle nuove Azioni.

Il prezzo di emissione delle Azioni oggetto dell'Aumento di Capitale in Natura è pari ad Euro 7,67 (sette virgola sessantasette). Si rinvia, in proposito, a quanto illustrato in precedenza *sub* 3.

12. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ

Per effetto dell'adesione all'OPS, le Quote sarebbero in tutto o in parte acquistate da Yorkville, la quale assegnerebbe ai Quotisti delle azioni proprie di nuova emissione, facendoli così divenire azionisti.

Di seguito, si analizzano i principali effetti fiscali dell'operazione, con riferimento al regime applicabile a Yorkville (che, lo si ricorda, è soggetto *Ias adopter*).

Regime fiscale applicabile a Yorkville

La detenzione delle Quote da parte di Yorkville comporterebbe che, ferma restando la disciplina fiscale applicabile al Fondo, i relativi proventi (distribuiti in costanza di rapporto o in sede di scioglimento del Fondo) concorrerebbero per intero alla formazione del reddito e sarebbero pertanto integralmente imponibili ai fini dell'imposta sul reddito delle società (di seguito, "Ires").

Più in dettaglio, premesso che le quote di OICVM sono fiscalmente assimilate ai «*titoli in serie o di massa*» e premesso altresì che le quote dei fondi immobiliari devono ritenersi escluse dal regime di *participation exemption*, per Yorkville sarebbero integralmente rilevanti ai fini Ires:

- (i) i proventi eventualmente distribuiti dal Fondo in costanza di rapporto;
- (ii) le somme o il valore normale dei beni distribuiti dal Fondo in sede di riscatto o di liquidazione, per la parte eccedente il costo fiscalmente riconosciuto delle Quote;
- (iii) le eventuali plusvalenze o minusvalenze da valutazione delle Quote;
- (iv) le eventuali plusvalenze o minusvalenze da cessione delle Quote.

Conseguentemente, assumendo che il Fondo distribuisca a Yorkville dei proventi e che Yorkville intenda re-distribuire, ai propri partecipanti, i medesimi proventi sotto forma di dividendi, le somme distribuite agli Azionisti giungerebbero a questi ultimi al netto: (i) della tassazione (Ires al 27,5%) gravante sulla Società e (ii) delle imposte sostitutive applicabili nei confronti degli Azionisti stessi.

13. COMPAGINE AZIONARIA DELLA SOCIETÀ E SOGGETTO CONTROLLANTE A SEGUITO DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN NATURA ED EFFETTI SUI PATTI PARASOCIALI RILEVANTI

In considerazione della sostanziale imprevedibilità della percentuale di adesione all'Offerta, non è

possibile fornire indicazioni certe in merito alla compagine azionaria della Società ed al relativo soggetto controllante ai sensi dell'art. 93 TUF, a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura.

In caso di buon esito dell'Offerta e di conseguente esecuzione, anche parziale, dell'Aumento di Capitale in Natura, si verificherà comunque una sostanziale diluizione delle partecipazioni detenute dagli attuali azionisti della Società, ivi incluso il relativo soggetto controllante.

Si riporta di seguito l'attuale compagine azionaria della Società quale risultante dalle comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 120 del TUF e dal libro soci limitatamente ai soggetti che detengono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% (due per cento) del capitale sociale.

TABELLA 10: partecipazioni rilevanti al 7 settembre 2010

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC ⁽¹⁾	26,29%
Carlo Corba Colombo ⁽²⁾	4,31%
BHN S.r.l.	6,07%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna ⁽³⁾	3,24%

⁽¹⁾ in qualità di gestore del fondo YA GLOBAL INVESTMENTS LP, titolare indiretto del 100% del capitale di YA GLOBAL DUTCH BV, azionista diretto.

⁽²⁾ per il tramite di Giove Due SS e S.M.F. SA – Société Métropolitaine de Financement SA, le cui partecipazioni sono intestate, conto terzi, a Finco Trust SA.

⁽³⁾ per il tramite di Meliorbanca S.p.A.

La Tabella 11 riporta una simulazione dell'evoluzione della compagine azionaria della Società all'esito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, finalizzata ad evidenziarne l'effetto diluitivo sulle partecipazioni detenute dagli attuali Azionisti e basata sulle seguenti assunzioni:

- sostanziale invarianza dell'attuale compagine azionaria sino alla data di esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura;
- assenza di nuove partecipazioni rilevanti prima dell'Offerta;
- avveramento delle Condizioni Sospensive cui è subordinata l'Offerta.

TABELLA 11: simulazione effetto diluitivo

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>		
	<i>Adesione all'Offerta pari al 10% delle Quote</i>	<i>Adesione all'Offerta pari al 50% delle Quote del</i>	<i>Adesione all'Offerta pari al 100% delle Quote del</i>

ATTENTIVE INVESTING

	<i>del Fondo</i>	<i>Fondo</i>	<i>Fondo</i>
Yorkville Advisors LLC	9,12%	2,52%	1,33%
Carlo Corba Colombo	1,50%	0,41%	0,22%
BHN S.r.l.	2,11%	0,58%	0,31%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	1,13%	0,31%	0,16%

Non vi sono, da ultimo, patti parasociali aventi ad oggetto azioni della Società rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF che possano subire effetti a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura.

** *****

Signori Azionisti,

in relazione a quanto sopra illustrato, il Consiglio di Amministrazione, per quanto concerne l'argomento di cui al punto 2 all'ordine del giorno dell'Assemblea Straordinaria, Vi propone di assumere la seguente deliberazione:

"L'Assemblea degli Azionisti di Yorkville bhn S.p.A., esaminata la relazione del Consiglio di Amministrazione e le proposte ivi formulate, preso atto dell'attestazione rilasciata dal Collegio Sindacale ai sensi dell'art. 2438 del cod.civ., in virtù della quale il capitale sociale di Euro 9.403.099,81, rappresentato da n. 97.988.328 azioni ordinarie prive di valore nominale, risulta interamente versato, e del parere sulla congruità del prezzo di emissione rilasciato dalla società PricewaterhouseCoopers S.p.A. ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del cod. civ. e dell'art. 158 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,

delibera

- di aumentare il capitale sociale in via scindibile per massimi Euro 141.520.704,00 (centoquarantunomilioni cinquecentoventimila settecentoquattro virgola zero zero), con esclusione del diritto di opzione, mediante emissione alla pari di massime n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantomila duecento) azioni ordinarie prive di valore nominale, godimento regolare, da riservare esclusivamente a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote del fondo comune d'investimento immobiliare chiuso "Investietico";*
- di dare mandato all'organo amministrativo per dare esecuzione all'aumento di capitale di cui sopra al punto 1. subordinatamente all'efficacia dell'operazione di raggruppamento accessorio deliberata dall'assemblea del [23/24/25 ottobre] (primo punto di parte straordinaria dell'ordine del giorno), fissando al 30 giugno 2011 il termine ultimo entro il quale dare esecuzione all'aumento di capitale e stabilendo, ai sensi dell'art. 2439, comma 2, cod. civ., che l'aumento di capitale, ove non integralmente sottoscritto, si intenderà limitato all'importo risultante dalle sottoscrizioni effettuate entro tale termine;*
- di modificare conseguentemente l'articolo 5 dello Statuto Sociale nei termini di seguito indicati:*

TESTO VIGENTE	TESTO PROPOSTO

<p><i>Art. 5) Capitale - Azioni</i></p> <p><i>Il capitale è di Euro 9.403.099,81 diviso in numero 97.988.328 azioni senza valore nominale.</i></p> <p><i>L'Assemblea Straordinaria degli Azionisti 19 marzo 2008 ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, la facoltà di aumentare a pagamento e in via scindibile, in una o più volte, il capitale sociale, entro il periodo di cinque anni dalla data della presente deliberazione, per un importo massimo, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, di Euro 3.000.000.000 (tre miliardi), mediante emissione di azioni ordinarie aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione da offrire (i) in opzione agli aventi diritto oppure (ii) con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 5, del Codice Civile, in favore di investitori qualificati, come definiti ai sensi delle disposizioni normative in vigore, anche non appartenenti alla Comunità Europea, con ogni più ampia facoltà per gli Amministratori di stabilire, di volta in volta, nel rispetto dei limiti sopra indicati, il numero ed il prezzo di emissione delle nuove azioni, comprensivo dell'eventuale sovrapprezzo, nonché il godimento, le modalità, i termini, i tempi e le condizioni tutte dell'aumento di capitale.</i></p> <p><i>In data 19 dicembre 2008, il Consiglio di Amministrazione, in forza della facoltà ad esso attribuita dall'assemblea straordinaria degli azionisti del 19 marzo 2008, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, e dell'art. 2443 cod. civ., ha deliberato quanto segue:</i></p> <p><i>(i) di aumentare il capitale sociale a pagamento, in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, cod. civ., per un ammontare massimo di euro 100.000.000,00</i></p>	<p><i>Art. 5) Capitale - Azioni</i></p> <p><i>Invariato</i></p> <p><i>Invariato</i></p> <p><i>Invariato</i></p>
--	---

(centomilioni/00), da liberarsi in più volte, mediante emissione di nuove azioni ordinarie Yorkville bhn S.p.A. - prive di valore nominale - da imputarsi interamente a capitale sociale e da offrire in sottoscrizione a YA Global Investments LP, con sede a Jersey City (Stati Uniti d'America), 101 Hudson Street, Suite 3700 NJ 07302, ad un prezzo pari al 95% del minore dei prezzi medi giornalieri ponderati per volumi scambiati dei dieci giorni di borsa aperti successivi alla data di ricezione della richiesta di sottoscrizione avanzata dalla Società a YA Global Investments LP. Le azioni di nuova emissione avranno le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie Yorkville bhyn S.p.A. in circolazione alla data di emissione;

(ii) di stabilire, ai sensi dell'art. 2439 cod. civ., che qualora l'aumento di capitale non fosse integralmente sottoscritto entro 12 mesi dalla predetta data (e cioè entro il 18 (diciotto) dicembre 2009 (duemilanove) [termine prorogato dal Consiglio di Amministrazione del 9 (nove) dicembre 2009 (duemilanove) di ulteriori 48 (quarantotto) mesi, e cioè sino al 18 (diciotto) dicembre 2013 (duemilatredici)], il capitale si intenderà aumentato di un importo pari alle sottoscrizioni raccolte entro tale data.

L'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 18 dicembre 2008 ha deliberato un aumento di capitale sociale a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, per massimi Euro 1.000.000.000,00 da attuarsi, entro il 3 marzo 2013, mediante emissione di massime n. 25.000.000 di nuove azioni ordinarie, al servizio dell'esercizio di altrettanti warrant, al prezzo e secondo le modalità tutte indicate nella relativa delibera.

Invariato

L'assemblea del [23/24/25 ottobre] 2010 ha deliberato di

	<p>aumentare il capitale sociale in via scindibile, per massimi Euro 141.520.704,00 (centoquarantunomilioni cinquecentoventimila settecentoquattro virgola zero zero) con esclusione del diritto di opzione mediante emissione alla pari di massime n. 18.451.200 (diciottomilioni quattrocentocinquantunomila duecento) azioni ordinarie prive di valore nominale, godimento regolare, da riservare esclusivamente a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria avente ad oggetto la totalità delle quote del fondo comune d'investimento immobiliare chiuso "Investietico"; detto aumento da eseguirsi entro il 31 dicembre 2010.</p>
<p><i>Le azioni sono nominative quando ciò sia prescritto dalle leggi vigenti.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>Diversamente le azioni, se interamente liberate, potranno essere nominative o al portatore, a scelta e spese dell'azionista.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>Sono salve le disposizioni in materia di rappresentazione, legittimazione, circolazione delle partecipazioni sociali previste per i titoli negoziati in mercati regolamentati.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>L'aumento di capitale sociale potrà avvenire anche mediante emissione di azioni aventi diritti diversi e con conferimenti diversi dal danaro nei limiti consentiti dalla legge.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>Ferma ogni altra disposizione in materia di aumento di capitale, questo potrà essere aumentato con conferimenti in danaro ed esclusione del diritto di opzione nei limiti del 10% del capitale preesistente alla condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato da apposita</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>

<p><i>relazione della società incaricata alla revisione contabile. La deliberazione di cui al presente comma è assunta con i quorum di cui agli artt. 2368 e 2369 Cod. Civ..</i></p>	
<p><i>L'assemblea straordinaria può deliberare ai sensi dell'articolo 2349 del codice civile l'assegnazione di utili con emissione a titolo gratuito di azioni ordinarie per un ammontare nominale corrispondente agli stessi.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>
<p><i>L'assemblea straordinaria può deliberare nei limiti di legge l'emissione di strumenti finanziari e la costituzione di patrimoni separati.</i></p>	<p><i>Invariato</i></p>

4. *di conferire al Presidente del Consiglio di Amministrazione ogni e più ampio potere per espletare le formalità richieste dalla legge ed apportare ai deliberati assembleari le eventuali modifiche richieste in sede di iscrizione presso il competente Registro delle Imprese e/o da ogni competente Autorità e, in genere, per compiere tutto quanto occorra per la completa esecuzione delle deliberazioni stesse, con ogni e qualsiasi potere a tal fine necessario e opportuno, nessuno escluso ed eccettuato, compresa dunque la facoltà di procedere ai depositi di legge conseguenti alla esecuzione dell'aumento di capitale sopra deliberato.*

** ***** **

Milano, 8 settembre 2010

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Marco Prete

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, COMMA 4 PRIMA PERIODO E COMMA 6, DEL CODICE CIVILE NONCHE' DELL' ART. 70 COMMA 3 DEL REGOLAMENTO CONSOB N.11971 DEL 14 MAGGIO 1999, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO E INTEGRATO E IN CONFORMITA' ALL'ALLEGATO 3A SCHEMA N. 2 DEL MEDESIMO REGOLAMENTO

YORKVILLE BHN S.P.A

SEDE LEGALE IN MILANO, VIA SOLFERINO, 7

CAPITALE SOCIALE DI EURO 9.403.099,81

REGISTRO DELLE IMPRESE DI MILANO E PARTITA IVA NO.12592030154

Nel corso della riunione dell'8 settembre 2010, il Consiglio di Amministrazione di Yorkville Bhn S.p.A. (la "**Società**") ha deliberato di convocare l'assemblea straordinaria degli azionisti (l'**Assemblea Straordinaria**) per il 23 e 24 ottobre (ore 12) e per il 25 ottobre 2010 (ore 10.00), rispettivamente in prima, seconda e terza convocazione, per discutere la seguente proposta di deliberazione:

"Di aumentare in via scindibile il capitale sociale, con l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, per massimi Euro 150,000,000, oltre a sovrapprezzo da determinarsi tenendo conto del prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione e del valore nominale implicito delle azioni della Società in circolazione prima dell'esecuzione del conferimento di seguito descritto, mediante emissione di azioni prive di valore nominale da sottoscrivere da parte dei signori signori Mark Angelo (nato a negli Stati Uniti il 15 gennaio 1972), Mathew Beckman (nato negli Stati Uniti il 3 luglio 1970), Gerald Eicke (nato negli Stati Uniti il 17 giugno del 1967) e David Gonzalez (nato negli Stati Uniti il 16 novembre del 1971) in più tranches e da liberarsi mediante conferimento in natura delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, Limited Liability Company con sede presso The Corporation Trust, 1209 Orange Street, Wilmington, Delaware 19801 (U.S.A.) e sede operativa in 101 Hudson Street, Suite 3700, Jersey City, NJ 07302 (U.S.A.) e di una particolare categoria di quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, Limited Liability Company con sede presso Corporation Service Company, 2711 Centerville Road, Suite 400, Wilmington, Delaware 19808, USA, e sede operativa in 101 Hudson Street, Suite 3700, Jersey City, NJ 07302 (U.S.A.) (partecipazioni debitamente descritte nella valutazione ex 2343-ter, secondo comma, lett. b, infra citata), ad un prezzo di emissione, che potrà essere anche diverso per ciascuna tranche, che sarà pari al maggiore dei seguenti valori:

1. *valore per azione come risultante dal minore dei prezzi medi ponderati del titolo registrati nei 10 giorni di borsa aperta precedenti la data di ricezione di ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna tranche, diminuito del 5% (cinque per cento). Sarà onere della Società escludere i giorni di borsa aperta nei quali il titolo Yorkville bhn S.p.A. abbia registrato andamenti da ritenersi anormali, intendendosi per anormali prezzi manifestamente divergenti rispetto alla media ed al trend di periodo e che quindi non esprimono correttamente il valore di mercato.*
2. *valore per azione che verrà determinato dal Consiglio di Amministrazione, alla data in cui sarà ricevuta ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna tranche, sulla base del valore economico della Società calcolato in base alla metodologia e prassi valutativa di volta in volta applicata dal Consiglio, avendo anche a riferimento le risultanze economico e patrimoniali evidenziate nella più recente relazione finanziaria approvata, a seconda del caso, dal Consiglio di Amministrazione o dall'Assemblea dei Soci (resoconto intermedio trimestrale di gestione, relazione semestrale o bilancio di esercizio).*

stabilendosi che:

- (i) *il prezzo di emissione complessivo delle azioni emesse a valere su ciascuna tranche, e dunque l'importo di ciascuna tranche dell'aumento di capitale, dovrà comunque corrispondere al valore equo delle quote di partecipazione conferite a fronte della sottoscrizione della relativa tranche quale risultante dalla valutazione redatta ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lettera b) da Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. allegata alla presente delibera sotto "B";*
- (ii) *sarà allocata a capitale la porzione del prezzo di emissione pari al valore nominale implicito delle azioni della Società in circolazione prima dell'esecuzione del conferimento e a sovrapprezzo la porzione eccedente;*
- (iii) *il termine ultimo per la sottoscrizione dell'aumento di capitale viene stabilito nel 31 dicembre 2010, fatta tuttavia salva l'efficacia progressiva delle sottoscrizioni relative a ciascuna delle tranches in cui l'aumento di capitale si articolerà.*

Di dare mandato al Consiglio di Amministrazione per dare esecuzione a tutto quanto sopra, e così dunque per dare esecuzione alle singole tranches dell'aumento di capitale, procedendo, per ciascuna di esse, agli adempimenti di cui all'art. 2343-quater del codice civile.

Di aggiungere all'art. 5 dello Statuto sociale, dopo il comma ottavo, un nuovo comma che abbia, sostanzialmente, il seguente tenore:

- (i) *"5. ...[Di aumentare in via scindibile il capitale sociale, con l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, per un massimo di Euro 150.000.000, oltre a sovrapprezzo da determinarsi tenendo conto del prezzo di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione e del valore nominale implicito delle azioni della Società in circolazione prima dell'esecuzione del conferimento di seguito descritto, mediante emissione di azioni prive di*

valore nominale da sottoscrivere entro il termine ultimo del 31 dicembre 2010 da parte dei signori Mark Angelo, Mathew Beckman, Gerald Eicke e David Gonzalez in più tranches e da liberarsi mediante conferimento in natura delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, Limited Liability Company con sede legale presso The Corporation Trust, 1209 Orange Street, Wilmington, Delaware 19801 (U.S.A.) e sede operativa in 101 Hudson Street, Suite 3700, Jersey City, NJ 07302 (U.S.A.) e di una particolare categoria di quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, Limited Liability Company con sede legale presso Corporation Service Company, 2711 Centerville Road, Suite 400, Wilmington, Delaware 19808, USA, e sede operativa in 101 Hudson Street, Suite 3700, Jersey City, NJ 07302 (U.S.A.).”

1. Illustrazione dell’operazione e dei relativi riflessi sui programmi gestionali dell’emittente conferitario.

1.1 Illustrazione dell’operazione – L’acquisizione delle Quote YA e dei Diritti Patrimoniali YAGP

L’operazione sulla quale l’Assemblea è chiamata a deliberare consiste nel conferimento alla Società di quanto segue (“**Conferimento**”):

- (i) fino alla totalità delle quote di partecipazione (*membership interests*) in Yorkville Advisors, Limited Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d’America) (“**Quote YA**”); e
- (ii) fino alla totalità di una particolare categoria di quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali (*Class L Interests*) in Yorkville Advisors GP, Limited Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d’America) (“**Quote con Diritti Patrimoniali YAGP**”).

Le modalità del Conferimento – illustrate in dettaglio al successivo paragrafo 1.2 – e, più in generale, le modalità per l’acquisizione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP sono regolate, nel rispetto delle applicabili disposizioni di legge, da un contratto di acquisizione (*Acquisition Agreement*) sottoscritto l’8 settembre 2010, fra gli altri, tra la Società, Mark Angelo, Mathew Beckman, Gerald Eicke e David Gonzalez (“**Contratto**”). In particolare, il Contratto prevede:

- (i) l’avvio, subordinatamente a certe condizioni ivi specificate¹, della procedura per il Conferimento del 5% (cinque per cento) delle Quote YA e dei Diritti Patrimoniali YAGP (“**5% Iniziale**”) – il cui avvio è previsto al più tardi entro il 28 febbraio 2011² – da parte dei signori Mark Angelo, Mathew Beckman, Gerald Eicke

¹ Si noti che, tra le condizioni per l’acquisto del 5% Iniziale, il Contratto prevede il raggiungimento di una soglia di adesione all’Offerta Pubblica di Scambio, che la Società ha comunicato di lanciare sulle quote del fondo di investimento immobiliare “Investietico” gestito da Aedes BPM Real Estate SGR S.p.A., di almeno il 10% (dieci per cento) dei titolari delle quote di tale fondo “Investietico”.

² Fermo restando l’obbligo delle Persone Fisiche descritto al successivo paragrafo 1.1.1 (iii) relativamente al conferimento obbligatorio del 40% del 5% Iniziale.

- e David Gonzalez, attualmente componenti del Consiglio di Amministrazione della Società (“**Persone Fisiche**”) (di tal ch  l’operazione risulta essere tra parti correlate³); e
- (ii) la possibile prosecuzione del Conferimento attraverso l’esercizio di un diritto di opzione di acquisto concesso alla Società (“**Opzione**”) dalle Persone Fisiche, sul restante 95% (novanta cinque per cento) delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (“**Restante 95%**”).

Si noti che, qualora non si dovesse concludere il conferimento del 5% Iniziale, (aa) la Società e le Persone Fisiche dispongono della facolt  di recedere dal Contratto entro il 28 febbraio 2011 e (bb) l’Opzione si intender  concessa sul 100% (cento per cento) delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (e, quindi, non solo sul Restante 95%) che la Società potr  esercitare, secondo quanto di seguito sinteticamente indicato, ove non si sia stata esercitata la facolt  di cui al punto (aa) che precede.

L’Opzione potr  essere esercitata per un periodo di tre anni a partire dal 1° dicembre 2010 e, quindi, fino al 1° dicembre 2013 (“**Termine Finale di Opzione**”).

Entro il Termine Finale di Opzione, l’Opzione potr  essere esercitata dalla Società, su tutto o su parte del Restante 95%, ad un prezzo da calcolarsi moltiplicando una cifra fissa predeterminata pari a \$ 140.000.000 (convenzionalmente rappresentativa del valore della totalit  delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP) per la percentuale sulla totalit  delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP rappresentata dalla *tranche* del Restante 95% di cui la Società, di volta in volta, abbia richiesto l’acquisto, fatto salvo quanto di seguito specificato. Quale corrispettivo per il trasferimento da parte delle Persone Fisiche della relativa *tranche* del Restante 95% la Società ha, difatti, la facolt  di offrire Nuove Azioni in luogo di denaro, nel qual caso si noti che:

- (i) il prezzo dell’Opzione sar  determinato sulla base della Perizia (come sotto definita) che di volta in volta dovr  essere richiesta dalla Società (e non pi  sulla base della cifra di riferimento sopra indicata); e
- (ii) la fattispecie di acquisto della relativa *tranche* del Restante 95% (esattamente come indicato per l’acquisto del 5% Iniziale) si qualificher  come ipotesi di conferimento in natura alla Società (da parte delle Persone Fisiche) trovando applicazione la procedura descritta nel paragrafo 1.1.1 con riferimento al conferimento del 5% Iniziale (“**Procedura**”) e che trover  altres  applicazione anche nelle ipotesi di conferimenti futuri relativi a porzioni del Restante 95%, come di seguito precisato.

Si tenga per  presente che, ai sensi del Contratto, le Persone Fisiche hanno facolt  di rifiutare l’offerta di Nuove Azioni di tal ch  potrebbe non procedersi ad alcun acquisto da parte della Società (ove, per l’appunto, l’Opzione sia esercitata mediante offerta di Nuove Azioni)⁴.

³ Per ulteriori dettagli relativamente a questo aspetto si rinvia al documento informativo che sar  pubblicato dalla Società ai sensi dell’articolo 70, 4°co., della Delibera Consob n. 11971 del 1999.

⁴ Si noti che ai sensi del Contratto, il perfezionamento degli acquisti di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP a seguito dell’esercizio dell’Opzione resta soggetto, per il periodo che va dalla data di esercizio della relativa Opzione fino a quella del cd. *Closing*, ad una serie di condizioni sospensive tra cui, come per il caso dell’acquisto del 5% Iniziale, la assenza di “*Adverse Change*” e di inadempimenti degli obblighi assunti ai sensi del Contratto.

Il Contratto prevede che la Società, immediatamente dopo ciascun acquisto delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, trasferisca le stesse (in forma di conferimento) a due enti di diritto statunitense, classificate come *corporation* ai fini dell'imposizione diretta statunitense, ovvero sia come persone giuridiche aventi propria soggettività tributaria passiva, giuridicamente distinte dai soci che vi partecipano, da doversi appositamente costituire ("**Drop Down**"), per non incorrere nella complessità procedurale della tassazione come *Foreign Corporate Partner* di una *partnership* statunitense, nonché per evitare eventuali forme di doppia imposizione sui redditi.

Le *corporation*, interamente possedute dalla Società, pagheranno negli Stati Uniti le imposte federali e statali sulla quota di reddito generato da YA e YAGP; gli utili confluiranno come dividendi nella Società secondo il regime interno statunitense in tema di erogazione di dividendi a soggetti non residenti e seguendo il regime convenzionale tra Italia e Stati Uniti.

1.1.1 Modalità di attuazione del Conferimento

Come già sopra indicato, ogniqualvolta debbano essere corrisposte Nuove Azioni a fronte del trasferimento di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, la fattispecie di acquisto da parte di Yorkville si qualifica come ipotesi di conferimento in natura. Ne consegue la necessità di osservare una procedura che, nel pieno rispetto delle disposizioni di legge, tenga conto del fatto che l'acquisizione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP per mezzo di conferimento in natura potrà essere attuato in più *tranche* – ovvero mediante più conferimenti in natura corrispondenti a porzioni di entità variabile delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP – ciascuna delle quali *tranche*, a sua volta – seppure oggetto di apporto immediato alla Società in conto futuro aumento capitale rimborsabile – potrà essere effettivamente conferita al capitale della Società in modo graduale a seguito delle richieste di sottoscrizione di Nuove Azioni che saranno effettivamente sottoposte alla Società dai conferenti.

Più precisamente la Procedura sarà articolata come segue.

- (i) L'Assemblea della Società sarà chiamata ad assumere una delibera di aumento del capitale sociale riservato (in quanto da doversi liberare in natura) ("**Delibera**") che:
 - (b) indichi il valore equo della totalità Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, come determinato nella perizia redatta da un esperto indipendente nominato dalla Società in conformità a quanto previsto dall'articolo 2440 del Codice Civile e, precisamente, dall'ivi richiamato articolo 2343 *ter*, co. 2, lett. b) ("**Perizia**");
 - (c) indichi la formula per il calcolo del prezzo di sottoscrizione delle Nuove Azioni ("**Formula Prezzo di Sottoscrizione**"). Tale Formula Prezzo di Sottoscrizione prevede che il prezzo di sottoscrizione delle Nuove Azioni⁵, sarà pari al maggiore dei seguenti valori:

⁵ Si noti che la Formula Prezzo di Sottoscrizione andrà applicata - secondo quanto indicato al successivo punto (iv) - in relazione a ciascuna richiesta di sottoscrizione di Nuove Azioni che sarà effettuata dai soggetti conferenti (ovvero le Persone Fisiche) a fronte del conferimento del

(x) valore per azione come risultante dal minore dei prezzi medi ponderati del titolo registrati nei 10 giorni di borsa aperta precedenti la data di ricezione di ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna tranche, diminuito del 5% (cinque per cento). Sarà onere della Società escludere i giorni di borsa aperta nei quali il titolo Yorkville bhn S.p.A. abbia registrato andamenti da ritenersi anormali, intendendosi per anormali prezzi manifestamente divergenti rispetto alla media ed al trend di periodo e che quindi non esprimono correttamente il valore di mercato.

(y) valore per azione che verrà determinato dal Consiglio di Amministrazione, alla data in cui sarà ricevuta ciascuna richiesta di sottoscrizione delle azioni da emettersi a valere su ciascuna tranche, sulla base del valore economico della Società calcolato in base alla metodologia e prassi valutativa di volta in volta applicata dal Consiglio, avendo anche a riferimento le risultanze economico e patrimoniali evidenziate nella più recente relazione finanziaria approvata, a seconda del caso, dal Consiglio di Amministrazione o dall'Assemblea dei Soci (resoconto intermedio trimestrale di gestione, relazione semestrale o bilancio di esercizio).

- (d) indichi il termine finale per la sottoscrizione delle Nuove Azioni da emettersi a fronte del Conferimento; termine che corrisponderà ad un periodo di sei mesi a partire dalla data alla quale si riferisce la valutazione contenuta nella Perizia (e non a partire dalla data della Delibera); e
 - (e) contenga l'autorizzazione al Consiglio di Amministrazione ad eseguire, anche per *tranche*, l'aumento di capitale deliberato adempiendo alle formalità di cui all'articolo 2343 *quater* del Codice Civile ("**Delega**").
- (ii) Nel contesto dell'avvio dell'esecuzione della Delibera e, quindi, contestualmente alla prima deliberazione che allo scopo verrà assunta dal Consiglio di Amministrazione della Società in esercizio della Delega, i soggetti conferenti – ovvero le Persone Fisiche – trasferiranno alla Società il 5% Iniziale che essa acquisirà immediatamente quale apporto in conto futuro aumento di capitale rimborsabile costituendosi, quindi, un'adeguata posta di bilancio (per comodità, "**Riserva**").
- (iii) A titolo di corrispettivo, alle Persone Fisiche sarà attribuito il diritto di sottoscrivere in più volte nel tempo un numero di Nuove Azioni il cui prezzo di sottoscrizione complessivo non sia superiore al valore di quanto effettivamente conferito alla Società come ricavato dalla Perizia. In particolare, le Persone Fisiche conferenti potranno procedere ad inviare alla Società una o più richieste di sottoscrizione (secondo le modalità specificate nel Contratto) specificando la porzione del 5% Iniziale per la quale la sottoscrizione di Nuove Azioni è richiesta. Si precisa che, ai sensi del Nuovo Contratto, le Persone Fisiche avranno l'obbligo di inviare – entro dodici mesi dalla data in cui sarà effettuata la prima richiesta di sottoscrizione prevista per il dicembre 2010 – un numero di richieste di sottoscrizione tali da determinare il conferimento al capitale della Società del 40% del 5% Iniziale.

5% Iniziale ovvero a fronte del conferimento di ciascuna futura *tranche* del Restante 95% che sarà effettuato a seguito dell'esercizio dell'Opzione.

- (iv) In connessione con ogni richiesta di sottoscrizione da parte delle Persone Fisiche conferenti (secondo le modalità specificate nel Contratto) gli amministratori della Società, salvo il caso di cui al successivo punto (vi), dovranno procedere nell'esercizio della Delega calcolando il corrispondente numero delle Nuove Azioni che potranno essere emesse applicando la Formula Prezzo di Sottoscrizione (tale numero, precisamente, si ricaverà dividendo il valore della porzione del 5% Iniziale cui la richiesta di sottoscrizione fa riferimento – ricavato in base alla Perizia – per il prezzo di sottoscrizione determinato applicando la Formula Prezzo Sottoscrizione). Le Nuove Azioni saranno così offerte in sottoscrizione alle Persone Fisiche conferenti e liberate mediante utilizzo degli apporti costituenti la Riserva. Precisamente, sarà allocata a capitale la porzione del prezzo di emissione pari al valore nominale implicito delle azioni della Società in circolazione prima dell'esecuzione del conferimento e a sovrapprezzo la porzione eccedente.
- (v) Conformemente a quanto previsto dall'articolo 2343 *quater* del Codice Civile gli amministratori della Società, ogniqualvolta venga richiesta dalle Persone Fisiche conferenti (secondo le modalità specificate nel Contratto) la sottoscrizione di Nuove Azioni, dovranno procedere – nei termini ivi previsti – al deposito presso il competente Registro delle Imprese della documentazione di cui all'articolo 2444 del Codice Civile con l'attestazione di cui all'articolo 2343 *quater* del Codice Civile che, tra l'altro, indicherà che il valore attribuito alle Quote YA ed alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (da cui si ricava, in concreto, il valore del 5% Iniziale ovvero della porzione di questo cui fa riferimento la richiesta di sottoscrizione), è almeno pari al prezzo di sottoscrizione delle Nuove Azioni oggetto della richiesta di cui sopra (“**Dichiarazione**”).
- (vi) Qualora gli amministratori non possano rilasciare la Dichiarazione con riferimento a qualunque richiesta di sottoscrizione da parte dei conferenti in quanto, ai sensi dell'articolo 2343 *quater*, ritengano che siano intervenuti fatti nuovi rilevanti ovvero ritengano non idonei i requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto che ha reso la Perizia, dovranno procedere ad una nuova valutazione, in conformità a quanto previsto dall'art. 2343 del Codice Civile, a norma del quale è richiesta la relazione giurata di un esperto nominato dal Tribunale. Entro il termine di 30 giorni lavorativi previsti dal Contratto, gli amministratori della Società dovranno procedere alla verifica delle valutazioni ivi contenute e, se sussistano fondati motivi, devono procedere ad una sua revisione. Se all'esito del procedimento appena descritto il valore delle Quote YA e dei Diritti Patrimoniali YAGP dovesse risultare diverso da quello indicato nella Perizia (e, quindi, dovesse risultare diverso il valore del 5% Iniziale ovvero della porzione di questo cui fa riferimento la richiesta di sottoscrizione), il Contratto prevedrà il proporzionale aggiustamento del numero di Nuove Azioni che potranno essere sottoscritte dai Conferenti salvo il diritto di recesso di cui all'articolo 2343, u.c., del Codice Civile.
- (vii) Qualora entro il termine finale di sottoscrizione indicato nella Delibera le Persone Fisiche non abbiano completato la sottoscrizione delle Nuove Azioni:
- (a) l'aumento di capitale si intenderà sottoscritto solo parzialmente; e

- (b) le Persone Fisiche, ai sensi del Contratto, avranno comunque la facoltà di sottoscrivere Nuove Azioni fino alla scadenza dell'Opzione ("**Termine Ultimo di Sottoscrizione**"), da liberarsi mediante la residua porzione della Riserva, ove sia stato deliberato dalla Società un nuovo aumento di capitale.
- (viii) Qualora, entro il Termine Ultimo di Sottoscrizione, le Persone Fisiche non abbiano proceduto alla sottoscrizione di Nuove Azioni in quantità (e valore) tale da esaurire l'importo totale della Riserva allora la Società:
- (a) potrà scegliere di pagare in contanti il valore Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP corrispondenti alla porzione di Riserva non sottoscritta (ad un valore determinato sulla base dell'ultima Perizia disponibile); oppure
 - (b) dovrà procedere alla restituzione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP – e relativi dividendi eventualmente percepiti in relazione alle stesse – corrispondenti alla porzione di Riserva non sottoscritta (limitatamente, si noti, al 5% Iniziale restando quindi fermi eventuali acquisti di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP – e relativi dividendi – effettuati in esercizio dell'Opzione). Inoltre, sempre con riferimento al 5% Iniziale, il Contratto prevede che i Venditori, qualora Yorkville dovesse decidere di procedere alla restituzione di cui al presente punto (b), avranno il diritto di riacquistare anche la restante porzione del 5% Iniziale effettivamente conferita al capitale della Società al valore al quale tale conferimento era stato effettuato.

Infine, se successivamente alla scadenza del termine finale di sottoscrizione indicato nella Delibera, la Società intendesse proseguire nell'acquisto di Quote YA e Diritti Patrimoniali YAGP mediante l'esercizio dell'Opzione offrendo quale corrispettivo alle Persone Fisiche Nuove Azioni occorrerà – sempre che le Persone Fisiche accettino tale offerta – attuare una nuova Procedura, qualificandosi la fattispecie come conferimento in natura (come sopra già osservato). In particolare, si tenga presente che la nuova Delibera da cui prenderà avvio la nuova Procedura, avrà ad oggetto l'aumento del capitale della Società fino ad un importo di volta in volta pari al valore delle Quote YA ed ai Diritti Patrimoniali YAGP che ancora non siano state/i acquisite/i dalla Società e, così, si continuerà fino alla scadenza dell'Opzione ovvero fino al completamento del Conferimento (l'implementazione del quale potrebbe quindi richiedere, e verosimilmente richiederà, più di un aumento di capitale e, quindi, la necessità di eseguire più di una Procedura).

1.2 *Riflessi dell'operazione sui programmi gestionali dell'emittente conferitario.*

Il Consiglio di Amministrazione propone all'Assemblea Straordinaria il conferimento delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP ai sensi del Contratto ("**l'Operazione**"), come descritto nel precedente paragrafo 1.1, per le ragioni qui esposte:

- (i) l'Operazione è in linea con le strategie della Società; particolare motivo di interesse è la capacità delle *target* di generare flussi di cassa immediati e positivi;

- (ii) l'attività svolta da YA e YA GP non richiede, per la sua stessa natura, impegni finanziari ulteriori rispetto al costo di acquisizione;
- (iii) le risorse eventualmente generate potranno essere destinate a finanziare futuri progetti di investimento anche in altri settori.

La convenienza dell'operazione è da valutarsi anche in considerazione dell'esperienza del *team* di gestione di YA e YAGP.

Il *management* della Società confida molto nella conoscenza del team di gestione per le relazioni intercorse negli ultimi anni. Il positivo esito dell'operazione consentirebbe alla Società un sostanziale passo in avanti nel sentiero di sviluppo delle strategie istituzionali, quali l'incremento del perimetro del gruppo, la diversificazione del portafoglio e l'approvvigionamento di risorse finanziarie alternative a quelle fino ad oggi utilizzate (aumenti di capitale, finanziamenti bancari, finanziamenti del socio di maggioranza).

L'approccio strategico della Società è orientato alla scelta accurata degli investimenti secondo le seguenti linee guida:

- (i) controllo del rischio attraverso un portafoglio diversificato;
- (ii) valorizzazione degli *asset* nel medio-lungo termine; e
- (iii) partecipazione in società in grado di generare stabilmente flussi di cassa positivi.

Il Consiglio di Amministrazione valuta positivamente l'Operazione ritenendola coerente con le strategie di investimento della Società e in particolare con l'obiettivo di perseguire interventi in società che abbiano già superato la fase iniziale dello sviluppo, che siano radicate nel mercato di riferimento e che siano in grado di generare flussi di cassa interessanti e sostenibili. Inoltre, l'Operazione consente di realizzare un investimento in uno dei settori target della Società, quello finanziario ed in particolare della gestione di fondi e dell'erogazione di servizi finanziari specialistici. Infine, vista la peculiarità dell'attività dei fondi gestiti da YA e YAGP, l'Operazione contribuisce alla costruzione di un portafoglio diversificato con la presenza di investimenti in settori aciclici rispetto all'andamento del mercato dei capitali e del mercato del credito.

La scelta di procedere all'aumento di capitale mediante conferimenti in natura delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, come descritto nel precedente paragrafo 1.1.1, permetterebbe di perfezionare l'operazione di acquisizione senza esborsi per cassa e di conseguire l'obiettivo del rafforzamento patrimoniale della Società.

Il *management* della Società ritiene che che l'attuale struttura di gestione persegua correttamente l'obiettivo della massimizzazione del valore, alla luce dei risultati storici ottenuti da YA e YAGP, oltre che della specifica conoscenza da parte del *team* di gestione degli strumenti finanziari offerti alle società clienti.

2. Indicazione del valore attribuito ai beni oggetto del conferimento contenuto nella relazione di stima ex. art. 2440 del codice civile.

2.1 Le società target

Prima di illustrare il valore attribuito alla totalità delle Quote YA ed alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP nella Perizia redatta da Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. quale esperto indipendente si reputa opportuno fornire agli azionisti alcune informazioni sulle società *target* e sul gruppo di enti di varia natura (*i.e.* fondi di investimento) amministrato da YA e YAGP (“**Gruppo**”).

Il Gruppo gestisce un portafoglio di fondi di investimento con masse amministrate (*Asset under Management – AuM*) pari a circa 880 mil. di USD al 31/12/2009 (che, in anni passati, hanno raggiunto oltre 1 miliardo di USD).

YA è la *management company* dei fondi di investimento YA Global Investment, L.P. e YA Global Investment II, L.P. (rispettivamente, “**Fondo YA1**” e “**Fondo YA2**”) ai quali fornisce varie tipologie di servizi di consulenza e gestione di portafoglio in forza di separati accordi contrattuali denominati “Investment management agreements” (i “Contratti di Gestione”).

Inoltre, YA controlla le seguenti società:

- (i) YorkvilleAdvisors HK Limited, società operativa ad Hong Kong che conta 6 dipendenti e opera con un *sub-advisory agreement* con YA;
- (ii) Yorkville Advisors Service, Ltd., che controlla Yorkville Advisors UK, LLP, società operativa nel Regno Unito che conta 2 dipendenti.

YAGP è il *general partner* del Fondo YA1 - figura in qualche modo assimilabile al socio accomandatario nell’ordinamento italiano.

In virtù di tale qualifica e pur contribuendo in maniera marginale alla dotazione patrimoniale delle *limited partnership* (con un capitale investito di circa 1 milione di USD su un totale di masse gestite pari a 830 milioni di USD al 30 giugno 2010), YAGP è munita di diritti gestori e di *governance* particolarmente estesi, ivi compreso il potere di nominare e revocare la società di gestione per la quasi totalità dei fondi.

Il Fondo YA1 ed il Fondo YA2 sono gestiti dalle *management companies* (*i.e.* YA e YAGP) in virtù di particolari accordi e sono a loro volta organizzati in strutture articolate attraverso le quali tali *management companies* può rispondere più efficientemente, sotto il profilo fiscale e regolamentare, alle esigenze dei diversi investitori, soggetti a giurisdizioni e a forme di tassazione diverse.

Con riferimento alla tipologia degli investitori, si segnala inoltre che i maggiori investitori sono fondi pensione, una grande banca saudita, una grande società privata del medio oriente, oltre a grandi investitori privati.

Il Gruppo, il cui fondatore e principale partner è Mark Angelo, propone investimenti in capitale di rischio e di debito, finanziando società a livello mondiale in diversi settori, che attualmente sono: sanitario, energetico, minerario, Technology Media & Telecommunication (TMT) e immobiliare.

Il Gruppo ha circa 45 dipendenti, di cui 24 *investment professionals*. Gli uffici sono a Jersey City (New Jersey), Jupiter (Florida), Londra e Hong Kong. Inoltre, vi sono *joint ventures* in Italia e in Grecia.

L'*asset* principale è il *know how* del *team* di gestione del *business* di YA e YAGP con i principali componenti del quale (*i.e.* le Persone Fisiche) verranno conclusi accordi di lavoro che conterranno anche previsioni volte a limitarne la eventuale attività concorrenziale. In questo modo i flussi positivi generati dalle *target* potranno essere acquisiti dalla società capogruppo e destinati allo sviluppo di nuove operazioni future anche in settori alternativi a quello finanziario.

L'attività del Gruppo consiste in investimenti strutturati in società quotate a piccola e media capitalizzazione concentrandosi su strutture di finanziamento alternative non direzionali, inclusi strumenti di debito convertibili e altri investimenti azionari in società quotate a livello mondiale.

Tra gli strumenti di finanziamento offerti alle società, prevale una struttura finanziaria denominata "SEDA" (*Standby Equity Distribution Agreement*), che consiste nell'apporto di nuovo *equity* attraverso aumenti di capitale riservati al fondo erogante, eseguibili a piena discrezione della società emittente.

I ricavi delle società del Gruppo sono originati da commissioni di strutturazione, commissioni legate alle masse gestite e commissioni maturate sui rendimenti dei fondi gestiti. Tali ricavi provengono prevalentemente da margini contrattualmente determinati, limitando quindi i rischi di mercato direzionali.

La remunerazione spettante a YA in relazione ai servizi resi ai sensi dei Contratti di Gestione è sostanzialmente pari al 2% calcolato mensilmente sulla base degli *asset under management* dei fondi (la "Commissione di Gestione") oltre ad una quota parte di un importo pari al 20% del differenziale positivo delle quote calcolato su base annua per ciascun investitore, con un meccanismo c.d. di "*highwater mark*" (la "Commissione di Performance").

La remunerazione spettante a YAGP quale *general partner* dei fondi è pari alla residua parte della Commissione di Performance.

Allo scopo di salvaguardare la stabilità dei flussi finanziari connessi alle Commissioni di Gestione, il contratto di acquisizione prevede con efficacia immediata l'impegno da parte dei Venditori e YAGP a non risolvere o altrimenti modificare i Contratti di Gestione senza il consenso della Società.

La contenuta rischiosità dell'insieme dei fondi di investimento gestiti è confermata dai risultati ottenuti sin dalla loro costituzione, anche in anni fortemente perturbati quali gli esercizi 2008 e 2009. Le prospettive future appaiono interessanti alla luce dei crescenti fabbisogni finanziari e di rafforzamento patrimoniale delle imprese, sempre più difficilmente soddisfatti dal sistema creditizio ordinario.

Nel corso del primo semestre 2010, YA ha generato ricavi per oltre 10 mil. di USD. Si rileva come i dati pre-consuntivi relativi a giugno 2010 non comprendono le potenziali *incentive fee* che sono riconosciute alla società solamente alla fine di ogni esercizio sociale. La marginalità netta complessiva (EBIT) passa da 31,4 mil. di USD nel 2006 a 4,7 mil. di USD nel 2009 con un'incidenza sui ricavi che nel 2009 risulta pari a circa il 18%. Si rileva come essendo YA e YAGP enti classificati come LLC (*Limited Liability Company*) ed essendo trattate secondo la

legislazione americana come *partnership*, non siano previste imposte sui redditi d'impresa in quanto tali redditi sono tassati in capo ai singoli *partner*.

La valutazione dell'oggetto del conferimento

Come già più volte menzionato nella presente Relazione Illustrativa, oggetto del Conferimento sono le Quote YA e le Quote con Diritti Patrimoniali YAGP.

Le Quote YA sono comuni quote di partecipazione in una *limited liability company* costituita ai sensi della legge dello Stato del Delaware ed essi attribuiscono i diritti spettanti agli altri *members* di YA.

Quanto alle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP (*Class L Interests*), attribuiscono diritti di sola natura patrimoniale. Precisamente, i titolari delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, avranno diritto di ricevere la distribuzione proporzionale delle cd. *Performance Fees* ricevute dai fondi di investimento in relazione ai quali YAGP agisce come *general partner. management shares holder* o altra simile carica (“**Fondi**”). Le *Performance Fees* sono costituite da una percentuale determinata degli introiti (*income*) e dei guadagni (*gains*) dei Fondi (realizzati ovvero non *ancora* realizzati) determinati senza considerare gli importi investiti dalla stessa YAGP in tali Fondi. Si precisa che tali introiti e guadagni dei Fondi – per la parte del portafoglio degli investimenti di ciascun Fondo rappresentata da *asset* per i quali non è disponibile un prezzo ufficiale messo a disposizione del pubblico – sono determinati sulla base di una valutazione, soggetta a revisione, effettuata da un esperto indipendente (nominato tenuto conto della tipologia di *asset* da valutare).

Si precisa che, secondo quanto previsto dai contratti di lavoro che saranno stipulati tra le Persone Fisiche (*Principal Employment Agreements*), YA, la Società e YAGP, fino a che anche una sola delle Persone Fisiche sia parte di un rapporto di lavoro con YA ovvero con YAGP, l'importo complessivo delle *Performance Fees* da doversi distribuire alla Società potrà essere ridotto fino ad un massimo del 30%.

Il Consiglio di Amministrazione ha esaminato la Perizia redatta da Deloitte Financial Advisor Services S.p.A. per il conferimento della totalità delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP.

Nella relazione di stima si attesta che i valori che potranno essere oggetto di conferimento (*i.e.* la totalità delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP) hanno un valore pari a 141 mil. di USD.

Ai fini della determinazione di tale valore, è stato scelto di adottare un'adeguata combinazione di metodo finanziario e metodo reddituale.

Il metodo finanziario si basa sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che YA e YAGP saranno in grado di produrre in futuro, pertanto consente una valorizzazione degli aspetti caratterizzanti l'evoluzione futura; il metodo reddituale valuta l'azienda sulla base della redditività storica e prospettica, privilegiando le “normali” capacità di reddito dell'azienda.

Puramente a fini di controllo, è stato inoltre utilizzato il metodo dei multipli di borsa, che determina il valore economico teorico sulla base dei prezzi di aziende quotate comparabili.

Le valutazioni prodotte si sono basate, oltre che sui risultati storici, sul piano industriale elaborato dal *management* del Gruppo, che trova le sue prime sostanziali conferme nei risultati semestrali al 30 giugno 2010, i

quali non comprendono le potenziali *fees* che, secondo il modello di *business* di YA e YAGP, vengono riconosciute a consuntivo sulle *performance* dei fondi a fine esercizio sociale.

Il Consiglio di Amministrazione ha condotto le necessarie analisi, valutazioni e attività di *due diligence* (internamente o svolte da terzi incaricati) per accertare il congruo valore delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP oggetto di conferimento rispetto al corrispondente incremento del capitale sociale della Società.

Le verifiche sono state condotte sulla base di documentazione messa a disposizione dalle stesse YA e YAGP (in particolare dati di bilancio 2009 riesposti in conformità ai principi contabili internazionali IAS/IFRS e il piano previsionale relativo al periodo 2010-2014) nonché sulla base di informazioni raccolte durante colloqui con il *management* ed i dipendenti delle due *target*.

Il Consiglio di Amministrazione ha considerato idoneo il metodo valutativo adottato da Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. e ha preso atto del risultato, ritenendo che il metodo congruo per la definizione del valore sia quello del *Fair Market Value*, cioè il valore al quale una parte venditrice e una parte acquirente sono disponibili a concludere una compravendita, in un contesto di equilibrata disponibilità delle informazioni.

La data di riferimento del documento di Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. è il 30 giugno 2010; il Consiglio di Amministrazione ritiene adeguata la valutazione espressa nella Perizia e la assume come riferimento per il conferimento del 5% iniziale delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP.

2.1 Congruità del prezzo di emissione delle azioni al servizio del conferimento delle Quote YA e Diritti Patrimoniali YAGP.

Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni sarà, di volta di volta, determinato sulla base della Formula Prezzo di Sottoscrizione a seguito della presentazione di richieste della sottoscrizione da parte delle Persone Fisiche (come descritto al paragrafo 1.1.1).

In sintesi, in base alla Formula Prezzo di Sottoscrizione⁶, il prezzo di emissione delle Nuove Azioni sarà determinato come minore dei prezzi medi ponderati del titolo Yorkville bhn S.p.A., registrati nei dieci giorni di borsa aperta precedenti la data della richiesta sottoscrizione delle Nuove Azioni, diminuito del 5%, ovvero, se maggiore, come corrispondente frazione del valore economico della Società come determinato dal Consiglio di Amministrazione.

Il Consiglio di Amministrazione ritiene che tale modalità di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle Nuove Azioni, conforme a quanto previsto dal sesto comma dell'art. 2441 c.c., tuteli adeguatamente gli interessi della Società e dei suoi azionisti. Inoltre, sulla Formula Prezzo di Sottoscrizione, la società di revisione

⁶ Integralmente riportata al paragrafo 1.1.1.(i)(c) che precede.

PriceWaterhouseCoopers S.p.A. (la “**Società di Revisione**”) ha rilasciato il prescritto parere di congruità in data 7 ottobre 2010 ed allegato alla presente relazione *sub* “A” che contiene le seguenti conclusioni:

“con riferimento ai criteri *per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni al servizio dell’aumento di capitale nell’ambito dell’Operazione YA/YAGP, alla luce di quanto sottolineato al precedente paragrafo VII (B), riteniamo che i medesimi non siano adeguati, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.*”.

3. Indicazione del numero, della categoria, della data di godimento e del prezzo di emissione delle azioni oggetto dell’aumento di capitale

Di seguito si forniscono le informazioni relative alle Nuove Azioni che saranno emesse a fronte del conferimento in natura, fatta salva in ogni caso la verifica della congruità del prezzo di emissione da parte della Società di Revisione:

- (i) categoria: azioni ordinarie;
- (ii) data di godimento: godimento regolare;
- (iii) prezzo di emissione: calcolato come indicato nel paragrafo precedente.

4. Riflessi tributari dell’operazione sull’emittente conferitario.

Sia l’acquisto del 5% Iniziale, sotto forma di conferimento di beni in natura, che l’acquisto di *tranche* successive per effetto dell’esercizio dell’Opzione mediante una pluralità di conferimenti in natura ovvero mediante corresponsione in denaro, non costituiscono di per sé eventi redditualmente rilevanti.

Le porzioni di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP di volta in volta acquistate saranno oggetto di un’ulteriore operazione (*i.e. Drop Down*): esse, infatti, saranno conferite in due *corporation* di diritto statunitense, interamente possedute dalla Società, le quali, agli effetti della tassazione statunitense, avrebbero autonoma soggettività tributaria e costituirebbero strutture “opache”.

Con riferimento all’eventuale idoneità del *Drop Down* a produrre effetti reddituali in Italia, al momento della sua effettuazione, ci si limita a ricordare che il conferimento delle porzioni di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP di volta in volta acquistate (a seguito di conferimento in natura ovvero nell’ambito di una vera e propria compravendita), essendo contestuale o di poco successivo all’acquisto stesso, dovrebbe avvenire a valori identici a quelli di “presa in carico”, eliminando così qualsiasi problema di emersione di materia imponibile.

Per effetto del *Drop Down*, la Società riceverebbe in contropartita partecipazioni nelle *corporation* stesse.

Si evidenzia quanto segue:

- a) per le ragioni sopra spiegate, dette partecipazioni sarebbero rilevate inizialmente in bilancio al medesimo valore delle Quote YA e dei Diritti Patrimoniali YAGP oggetto di conferimento, senza l'evidenziazione di plusvalenze o minusvalenze;
- b) ai sensi dell'articolo 85, comma 3-*bis* del t.u.i.r., le stesse sarebbero classificate tra le immobilizzazioni finanziarie;
- c) ai sensi dell'articolo 89, gli utili rivenienti da dette partecipazioni sarebbero esclusi dalla formazione del reddito per il novantacinque per cento del loro ammontare, secondo la regola generalmente applicabile ai dividendi societari (comma 2): tali utili, infatti, rispetterebbero le seguenti condizioni:
 - (i) sarebbero relativi a partecipazioni diverse da quelle detenute per la negoziazione (condizione che il comma 2-*bis* detta specificamente per i soggetti *IAS adopter*);
 - (ii) sarebbero erogati da soggetti diversi da quelli residenti negli Stati o territori a regime fiscale privilegiato di cui al decreto del Ministro dell'economia e delle finanze adottato ai sensi dell'articolo 167, comma 4, del t.u.i.r. (comma 3);
 - (iii) in caso di cessione, ricorrendone le condizioni (*in primis*, l'ininterrotto possesso dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione), si applicherebbero le disposizioni di cui agli articoli 87 e 101, comma 1, del t.u.i.r., recanti, rispettivamente, il regime di esenzione parziale delle plusvalenze ed il regime di indeducibilità delle minusvalenze realizzate su partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie;
- d) in caso di rettifiche da valutazione del valore iscritto in bilancio (svalutazioni o rivalutazioni), i maggiori o minori valori iscritti sarebbero, ai fini fiscali, del tutto irrilevanti (combinato disposto dei commi 1, lett. *d*) e 1-*bis*, lett. *b*) dell'articolo 110 del t.u.i.r.).

Relativamente alla partecipazione nelle *corporation*, si evidenzia quanto segue.

Secondo il regime interno, i dividendi in uscita dagli Stati Uniti sono soggetti ad una ritenuta con un'aliquota pari al trenta per cento.

Tuttavia, in virtù della Convenzione tra Italia e Stati Uniti, i dividendi pagati da un residente negli Stati Uniti ad un residente in Italia sono tassati in Italia e la ritenuta alla fonte applicabile sui dividendi in uscita dagli Stati Uniti non potrà eccedere:

- il cinque per cento dell'ammontare lordo dei dividendi, se il beneficiario effettivo è una società che ha posseduto almeno il venticinque per cento delle azioni con diritto di voto della società che paga i dividendi per un periodo di dodici mesi avente termine alla data alla quale i dividendi sono dichiarati (dalla data della delibera),
- il quindici per cento in tutti gli altri casi.

Nel caso di specie, trattandosi di partecipazioni con diritto di voto detenute al cento per cento, la ritenuta applicabile, una volta soddisfatto il requisito dell'*holding period*, sarà pari al cinque per cento. Nei primi dodici mesi di possesso, la ritenuta sarà invece pari al quindici per cento.

Sulle imposte pagate all'estero, la Società potrà usufruire del credito d'imposta, ai sensi dell'articolo 165 del TUIR, al fine di scomputare dall'imposta italiana la ritenuta subita all'estero.

Nel caso descritto al paragrafo 1.1.1 (viii)(b) della presente relazione, come detto, la Società dovrà procedere alla retrocessione, ai Venditori, delle porzioni di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP non “concambiate” in azioni Yorkville di nuova emissione, nonché alla restituzione degli eventuali dividendi (connessi alle medesime partecipazioni) medio tempore incassati: tale opzione, relativamente all’obbligo di restituzione dei dividendi, darà luogo ad un costo fiscalmente indeducibile. Lo stesso dicasi con riferimento al riacquisto delle porzioni del 5% Iniziale conferite (sempre come descritto al menzionato paragrafo 1.1.1 (viii)(b)).

5. Indicazione della compagine azionaria dell’emittente conferitario e dell’eventuale soggetto controllante ai sensi dell’art. 93 TUF a seguito dell’aumento di capitale in natura ed effetti di tale operazione sugli eventuali patti parasociali rilevanti ai sensi dell’art. 122 del TUF aventi ad oggetto azioni dell’emittente ove tali effetti siano stati comunicati dagli aderenti dei patti medesimi.

Si riporta di seguito l’attuale compagine azionaria dell’emittente conferitario quale risultante dalle comunicazioni effettuate ai sensi dell’art. 120 del TUF e dalle risultanze del libro soci limitatamente ai soggetti che detengono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% del capitale sociale e quale risulterà a seguito dell’aumento di capitale sociale al servizio del conferimento in natura.

COMPAGINE AZIONARIA ANTERIORE ALL’AUMENTO DI CAPITALE

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC (1)	24,2%
Carlo Corba Colombo (2)	4,3%
BHN S.r.l.	5,7%
Banca Popolare dell’Emilia Romagna (3)	3,2%
ALTRI	62,6%
TOTALE	100,0%

(1) In qualità di gestore del fondo YA GLOBAL INVESTMENTS LP, titolare indiretto del 100% del capitale di YA GLOBAL DUTCH BV, azionista diretto.

(2) Per il tramite di Giove Due SS e S.M.F. SA – Société Métropolitaine de Financement SA, le cui partecipazioni sono intestate, conto terzi, a Finco Trust SA.

(3) Per il tramite di Meliorbanca S.p.A..

COMPAGINE AZIONARIA SUCCESSIVA ALL’AUMENTO DI CAPITALE

Tenuto conto delle caratteristiche dell'operazione di acquisizione delle Quote di YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP, non è possibile dare una precisa indicazione di quello che potrebbe essere l'azionariato della Società successivamente al Conferimento. Tuttavia è possibile effettuare una serie di previsioni di quello che potrebbe essere l'azionariato della Società successivamente all'operazione di Conferimento sulla base di una serie di assunzioni, talune variabili, quali la percentuale di Quote YA e di Quote con Diritti Patrimoniali YAGP acquistata e la percentuale di adesione all'OPS, altre invece fisse, quali il valore dei beni conferiti e il prezzo di emissione delle Nuove Azioni. Ai fini delle simulazioni alla base dei dati contenuti nelle tabelle, si assume che: (i) il valore dei beni conferiti sia pari a USD 141 mil. secondo una bozza preliminare della Perizia rilasciata da Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. alla data del 30 giugno 2010 e (ii) il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se il Conferimento fosse stato effettuato in data 8 settembre 2010. A tale proposito si ritiene opportuno segnalare che, sulla base del procedimento sopra descritto, il valore di beni conferiti e il prezzo di emissione delle Nuove Azioni potrebbe essere diverso al momento dell'effettivo conferimento.

Le seguenti tabelle illustrano una serie di possibili scenari in relazione all'azionariato della Società successivamente al perfezionamento del Conferimento sulla base delle suddette assunzioni.

PRIMO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto della totalità del 5% Iniziale;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 10%;
- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC	6,7%
Carlo Corba Colombo	1,2%
BHN S.r.l.	1,6%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,9%
altri azionisti	17,2%
aderenti all'OPS	51,8%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali	14,4%

YAGP	
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	3,1%
Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	2,1%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	1,0%
totale	100,0%

SECONDO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto della totalità del 5% Iniziale;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 15%;
- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC	5,3%
Carlo Corba Colombo	0,9%
BHN S.r.l.	1,2%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,7%
altri azionisti	13,7%
aderenti all'OPS	61,7%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	11,5%
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	2,5%
Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	1,6%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	0,8%

totale	100,0%
--------	--------

TERZO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto della totalità del 5% Iniziale;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 40%;
- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC	2,6%
Carlo Corba Colombo	0,5%
BHN S.r.l.	0,6%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,3%
altri azionisti	6,7%
aderenti all'OPS	81,1%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	5,7%
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	1,2%
Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	0,8%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	0,4%
totale	100,0%

QUARTO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto della totalità del 5% Iniziale;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 60%;

- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC	1,9%
Carlo Corba Colombo	0,3%
BHN S.r.l.	0,4%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,2%
altri azionisti	4,8%
aderenti all'OPS	86,6%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	4,0%
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	0,9%
Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	0,6%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	0,3%
totale	100,0%

QUINTO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto del 25% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 15%;
- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC	3,2%
Carlo Corba Colombo	0,6%

BHN S.r.l.	0,7%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,4%
altri azionisti	8,3%
aderenti all'OPS	37,3%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	34,7%
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	7,4%
Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	5,0%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	2,5%
totale	100,0%

SESTO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto del 25% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 40%;
- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

<i>Azionista</i>	<i>Partecipazione detenuta</i>
Yorkville Advisors LLC	2,0%
Carlo Corba Colombo	0,4%
BHN S.r.l.	0,5%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,3%
altri azionisti	5,1%
aderenti all'OPS	61,3%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	21,4%
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	4,6%

Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	3,1%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	1,5%
totale	100,0%

SETTIMO SCENARIO

Assunzioni alla base dei dati contenuti nella tabella:

- (i) Acquisto del 25% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP;
- (ii) Adesione all'OPS di una percentuale minima del 60%;
- (iii) Valore dei beni alla data di riferimento indicata nella Perizia preliminare di stima al 30 giugno 2010 pari a USD 141 mil. convertiti in Euro utilizzando il cambio alla data del 6 ottobre 2010;
- (iv) Il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si assume calcolato come se la richiesta di sottoscrizione delle Nuove Azioni relative al 5% Iniziale che sarà oggetto di Conferimento fosse stata effettuata in data 6 ottobre 2010.

Azionista	Partecipazione detenuta
Yorkville Advisors LLC	1,5%
Carlo Corba Colombo	0,3%
BHN S.r.l.	0,4%
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,2%
altri azionisti	3,9%
aderenti all'OPS	70,4%
Mark Angelo, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	16,4%
Mathew Beckman, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	3,5%
Gerald Eicke, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	2,3%
David Gonzalez, soggetto conferente Quote YA e Quote con Diritti Patrimoniali YAGP	1,2%
totale	100,0%

6. Effetti dell'operazione di aumento del capitale sociale sugli eventuali patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF aventi ad oggetto le azioni dell'emittente

Non esistendo patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 del TUF, l'operazione non comporta alcun effetto da questo punto di vista.

Milano, 8 settembre 2010

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

F.to Marco Prete

Milano, 06 settembre 2010

Fondo Investietico

Relazione di stima ex art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile
per il conferimento delle quote del Fondo di investimento immobiliare

INVESTIETICO in YORKVILLE bhn S.p.A.



Ente Nazionale
di Studi e Servizi
Immobiliari



Indice.

1.	Introduzione.	3
2.	Stima del Valore delle Quote del Fondo.	4
2.1.	Premessa.	4
2.2.	Stima del NAV - Net Asset Value del Fondo al 31.07.2010.	5
3.	Stima del patrimonio Immobiliare del Fondo.	10
3.1.	Premesse generali.	10
3.2.	Descrizione del metodo valutativo (relativo alla valutazione del patrimonio immobiliare del Fondo).	14
	Sezione A - Complessi immobiliari con destinazione d'uso prevalente: direzionale, commerciale e magazzino.	15
	Sezione B - Complessi immobiliari con destinazione d'uso prevalente: RSA - Residenze Sanitarie Assistenziali.	17
3.3.	Riepilogo delle stime degli immobili costituenti il patrimonio immobiliare del Fondo.	19

Allegati.

All. 1	Glossario.
All. 2	Tabella riepilogativa "Fondo Investietico - Patrimonio immobiliare. Canoni, valori, duration, cap rate." e Schede di sintesi relative alla stima del patrimonio immobiliare del Fondo.



1. Introduzione.

YORKVILLE bhn S.p.A. ha conferito in data 18.06.2010 a Reddy's Group spa (di seguito "RG") l'incarico di effettuare la stima del valore delle quote del Fondo Immobiliare Investletico (attualmente comprendente n. 13 complessi immobiliari) in riferimento all'art. 2349 ter, II comma, lettera b del Codice Civile.

Di seguito si indicherà semplicemente:

- YORKVILLE bhn S.p.A. come "il Cliente";
- Fondo di Investimento Immobiliare come "il Fondo" o "FII";
- il Rendiconto al 31.12.2009 come "il Rendiconto";
- Società di Gestione del Risparmio che gestisce il Fondo come "la SGR";
- Resoconto Intermedio di gestione della SGR al 31.03.2010 come "il Resoconto Intermedio" o "il Resoconto";
- Relazione semestrale al 30.06.2010 come "la Semestrale".

2. Stima del Valore delle Quote del Fondo.

2.1. Premesse.

Nel seguito viene riportata la Stima del Valore delle quote del Fondo di Investimento Immobiliare Investietico (di seguito "il fondo" o "FI") al 31 luglio 2010.

Premesso che i metodi e i criteri di stima del valore delle quote del fondo possono essere:

- a) il metodo delle quotazioni di mercato,
- b) il metodo di stima del NAV,

si è verificata la non applicabilità del metodo delle quotazioni di mercato a causa della eccessiva erraticità delle quotazioni di Borsa delle quote dei Fondi nel tempo: per il Fondo Investietico si è registrato un massimo nell'estate 2007 superiore a Euro 2.300,00 e un minimo pari a Euro 1.336,00 in data 25.02.2009, nonostante nel frattempo il NAV del fondo fosse aumentato. Lo sconto registrato dalle quotazioni di Borsa sul NAV è infatti passato dal 22,41% (in data 30.6.2007) al 50,70% in data 31.3.2009.

Altra ragione di scarsa significatività delle quotazioni di mercato è il ridottissimo numero di quote giornaliere scambiate in Borsa (pari a 12 quote/giorno nell'anno 2009 per il Fondo Investietico).

Si è pertanto proceduto con la stima del NAV utilizzando le informazioni reperibili dai documenti pubblici del Fondo (Rendiconto al 31.12.2009, Resoconto Intermedio di gestione al 31.3.2010, Relazione semestrale al 30.06.2010), effettuando sopralluoghi esterni agli immobili, formulando "ragionevoli" ipotesi di incassi/spese/rischi/opportunità in attesa di poter disporre di dati più completi e aggiornati.

2.2. Stima del NAV - Net Asset Value del Fondo al 31.07.2010.

Al fine di procedere con la stima del NAV del Fondo aggiornato al 31.07.2010 sulla base della stima del Portafoglio Immobiliare redatta e illustrata nel seguito sono stati assunti alla base dei nostri calcoli gli elementi contabili riportati nel Rendiconto al 31.12.2009 corretti in base alle ulteriori informazioni contenute nel Resoconto Intermedio di Gestione al 31.03.2010 e ulteriormente aggiornati dalla Relazione semestrale al 30.06.2010.

In tale relazione il NAV risulta pari a 175.431.983,00 Euro cioè pari a 2.852,367 per quota (essendo 61.504 il numero delle quote in circolazione).

Nel dettaglio sono stati analizzati e assunti i dati quantitativi riportati all'interno della "Situazione patrimoniale" e della "Situazione reddituale" (senza tuttavia trascurare i dati quantitativi e qualitativi riportati all'interno della "Nota integrativa"), del Rendiconto, aggiornati in base ai contenuti del Resoconto e della Semestrale.

Per l'analisi della Situazione patrimoniale sono stati presi in considerazione i dati riportati nella Semestrale al 30.06.2010.

Il valore delle poste contabili del FII diverse dall'ammontare di "Immobili e diritti reali" (valore che viene stimato dal valutatore nel seguito) e dall'ammontare di "Finanziamenti ricevuti" risulta pertanto costituito - nella sua componente di attività - da liquidità (pari a ca. 8,02 ML di Euro) e da una porzione più ridotta (pari a ca. 1,55 ML di Euro) di altre attività mentre risulta costituita - nella sua componente di passività - da una quota ridotta di debiti non finanziari/bancari (pari a circa 0,16 ML di Euro) oltre ad altre passività per un ammontare complessivo di ca. 1,12 ML di Euro. All'interno dell'analisi della Situazione patrimoniale vengono infine contemplati ratei e risconti attivi e passivi per un ammontare complessivo di meno 0,92 ML di Euro (somma algebrica fra i due valori).

Pertanto - alla luce di quanto sopra esposto - il valore delle poste patrimoniali di bilancio non Immobiliari (esclusi i debiti finanziari connessi con gli immobili) risulta pari a 7,37 ML di Euro. Si veda a tal proposito la Tabella n. 1 sotto riportata.

Fonte	Spese/ricavo	ammontare (espresso in Euro)		
Semestrale - Situaz. Patrimoniale - B.	Posizione netta di liquidità	€	8.020.000	
Semestrale - Situaz. Patrimoniale - B1.M12.	Previsioni ed oneri materiali e non liquidi, debiti di imposta	€	(181.004)	
Semestrale - Situaz. Patrimoniale - G4.	Altre attività	€	1.552.810	
Semestrale - Situaz. Patrimoniale - G4a.	Altre passività	€	(1.120.194)	
Semestrale - Situaz. Patrimoniale - G5.	Ratei e risconti attivi	€	103.873	
Semestrale - Situaz. Patrimoniale - G5a.	Ratei e risconti passivi	€	(1.107.388)	
	TOTALE	€	7.337.299	€ 424.752 € (316.040)
(a) Poste patrimoniali di bilancio non Immobiliari (esclusi i debiti finanziari connessi con gli immobili)				€ 7.371.111

Nota: nella prima colonna della tabella sono state indicate le fonti da cui sono stati dedotti i dati indicati nella tabella riepilogativa.

Per l'analisi della Situazione reddituale sono stati presi in considerazione i dati contenuti nel Rendiconto al 31.12.2009, poiché i dati relativi alla Situazione reddituale non vengono riportati all'interno della Semestrale fatta eccezione per i proventi ottenuti dalle locazioni (desunti dalla Semestrale stessa).

A questo proposito si segnala che sono stati considerati i valori analitici indicati nelle schede relative a ciascun immobile (pagg. 19 - 31 della Semestrale - per un totale di 16,56 ML di Euro) e non il valore complessivo dei proventi da locazioni indicato nella tabella riepilogativa (riportata a pag. 17 della Semestrale) pari invece a 16,50 ML di Euro.

Da tale ammontare sono stati dunque dedotti tutti gli oneri relativi alla gestione dei complessi immobiliari inseriti nel FII desunti dalla Situazione reddituale riportata nel Rendiconto (pari a ca. 7,32 ML di Euro per l'anno 2009) e cioè: gli "Oneri per la gestione di beni immobili" (compresi i costi di *Property Manager*, Assistenza Commerciale e *Ethical Advisory*) pari a 2,35 ML di Euro, l'ICI pari a 0,66 ML di Euro, gli "Oneri finanziari" (derivanti dai finanziamenti in corso) pari a 1,65 ML di Euro e gli "Oneri di gestione" (comprensivi di: oneri spettanti alla SGR, alla banca depositaria e all'Operatore Specialista, oneri relativi alle prestazioni degli Esperti Indipendenti e della Società di revisione, spese di pubblicità, etc.) pari a 2,67 ML di Euro.

Sono state inoltre dedotte le *capex* (cioè le *capital expenditures*, ovvero le spese per manutenzioni straordinarie, adeguamenti normalivi, etc.) programmate per l'anno 2010 - relative a interventi di manutenzione straordinaria su alcuni immobili oltre a ulteriori interventi di varia natura e di minor importanza - per un ammontare complessivo di 2,20 ML di Euro (cfr. pag. 17 della Semestrale). La deduzione dell'ammontare delle *capex* programmate per l'anno 2010 è stata effettuata nell'ipotesi che tale spesa non fosse stata già contemplata nelle voci della Situazione reddituale del Rendiconto prese in analisi (cfr. Tabella n. 2 riportata nel seguito).

È opportuno segnalare che in tale calcolo non sono state considerate plusvalenze e minusvalenze relative al portafoglio immobiliare poiché nel I° semestre 2010 (e nel luglio 2010) non si sono verificate (infatti nel periodo sopra indicato il FII non ha venduto alcun bene immobile).

Ne deriva che la Situazione reddituale (escluse le poste non monetarie), relativa ai ricavi da canoni di locazione al netto delle spese correnti annue, ammonta a circa 7,04 ML di Euro, pari cioè a 0,59 ML di Euro al mese.

Si veda a tal proposito la Tabella n. 2 riportata nella pagina seguente.

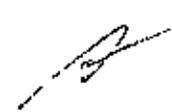


TABELLA n. 2 - Stato patrimoniale riclassificato per natura delle componenti (dati in euro, a meno con segno)

Fonte	Stima	Immobiliare (Capex in Euro)	
Semestrale (pag. 19-21)	Costi di direzione	€ 26.558.779	ammortamento dei costi indicati in ogni scheda
Rendiconto - Situaz. Rendiconto - B.	Costi per la gestione di beni immobili	€ (2.348.178)	Ipotizzare un'altezza rispetto al 31.12.2009 a parità di valore a € (7.831.849)
Rendiconto - Situaz. Rendiconto - B.C.	ICT	€ (855.048)	
Rendiconto - Situaz. Rendiconto - B.	Costi (capex)	€ (1.646.035)	
Rendiconto - Situaz. Rendiconto - L.	Dati di gestione	€ (2.674.585)	
Semestrale (pag. 17)	Capex preventivati	€ (2.109.000)	
(b) riclassificazione riclassificata per natura componenti - 2010		€ 7.036.945	oppure € 500.412 di meno (b)

Nota: nella prima colonna della tabella sono state indicate le fonti da cui sono stati dedotti i dati indicati nella tabella precedente.

* * *

Al fine di stimare il NAV al 31.07.2010 è stato dunque calcolato l'attivo netto (non immobiliare) al 30.06.2010 (prendendo in considerazione i dati riportati nella Situazione patrimoniale della Semestrale a tale data e cioè: "Posizione netta di liquidità" pari a 8,02 ML di Euro, "Altre attività" pari a 1,74 ML di Euro e "Altre passività" pari a 2,39 ML di Euro) pari a 7,37 ML di Euro e a questo si è aggiunta la componente mensile (luglio) come calcolata nella tabella precedente e pari a 0,59 ML di Euro.

Pertanto - alla luce di quanto sopra esposto - l'ammontare dell'attivo netto (non immobiliare) del FII al 31.07.2010 risulta pari a 7,96 ML di Euro (cioè 7,37 ML di Euro + 0,59 ML di Euro).
 Gli Immobili sono stati valutati come da Schede di sintesi di seguito riportate (cfr. Allegato 2).

Al fine di stimare il NAV al 31.07.2010 è stato considerato valido l'ammontare del debito per il "finanziamento in essere al 30.06.2010" pari a 67,73 ML di Euro (cfr. pag. 18 della Semestrale), in quanto al 30.06.2010 risulta invariato anche rispetto al 31.12.2009.
 A questo proposito si ricorda che è stato ipotizzato che le capex vengano sostenute con la liquidità esistente e disponibile all'interno del FII stesso.

* * *

Sono state prese infine in considerazione alcune variabili in grado di impattare sull'ammontare del NAV. In questa sede sono stati ipotizzati gli incassi attesi dalle opzioni contrattuali (opzioni PUT a favore del FII) indicate nei contratti di acquisto dei complessi immobiliari di Milano - Via Casati e di Torino - Via Magenta (cfr. Rendiconto - pag. 58).

• Per quanto riguarda il complesso immobiliare di Milano - Via Casati, nell'ipotesi che non vengano rispettati dal Venditore i patti contenuti nel contratto di acquisto del bene da parte del FII, si è ipotizzato che il conduttore dell'immobile non lo acquisti entro il 31.03.2012 e concordi con il FII - a titolo di transazione extragiudiziale - il pagamento di un importo pari a circa il 25% della penale contrattualmente stabilita (nel dicembre 2008) in 2,4 ML di Euro.

• Per quanto riguarda il complesso immobiliare di Torino - Via Magenta, nell'ipotesi che il conduttore (Regione Piemonte) non rinnovi il contratto di locazione, si è ipotizzato che il precedente proprietario dell'immobile (obbligato ad acquistarlo a 14,30 ML di Euro entro il 15.07.2012 nel caso in cui il conduttore comunichi la sua intenzione di non rinnovare alla naturale scadenza - 30.06.2012 - il contratto di locazione) concordi con il FII - a titolo di transazione extragiudiziale - il pagamento di un importo pari a circa il 20% della differenza tra il valore di mercato stimato dal valutatore (pari a ca. 8,40 ML di Euro) e il valore pattuito per riacquisto dell'immobile (pari a 14,30 ML di Euro).

Attualmente non esiste la certezza che le controparti possano onorare gli impegni assunti nella sottoscrizione degli atti di compravendita dei beni.

A titolo di ragionevole prudenza non si ritiene opportuno azzerare tali proventi straordinari per il FII, bensì viene considerato il valore attualizzato di un ragionevole "extra" incasso per il FII nell'anno 2012 ridotto (rispetto alla penale contrattuale per Milano - Via Casati e rispetto al flusso di cassa derivante dalla vendita a 14,30 ML di Euro per Torino - Via Magenta) a seguito della transazioni extragiudiziarie sopra illustrate.

Per il conteggio dettagliato degli incassi generabili da questi immobili a favore del FII si rimanda a quanto riportato nel seguito.

Il tasso di attualizzazione annuo composto qui utilizzato (pari a 2,92%) è stato così calcolato:

- tasso IRS¹ a due anni pari all'1,42%
- più spread di 150 b.p.²

Per procedere al calcolo del tasso di attualizzazione annuo composto in poco meno di due anni (trattasi di un periodo di 23 mesi) si è poi proceduto come nel seguito indicato:

$$(2,92\% + 1)^{1,92} - 1 = (1,0292)^{1,92} - 1 = 5,67\%$$

L'ammontare attualizzato degli incassi attesi alla risoluzione di questi contratti di locazione risulta quindi pari a:

- 1) Milano - Via Casati: 600.000 Euro / (1 + 5,67%) = 567.800 Euro
- 2) Torino - Via Magenta: 1.180.000 Euro / (1 + 5,67%) = 1.116.700 Euro

Gli incassi attesi dalle opzioni contrattuali sono stati direttamente considerati nella stima dei due singoli beni riportata nel seguito (cfr. Allegato 2 alla presente Relazione di stima).

¹ Interest Rate Swap.

² basis points.

La stima del NAV al 31.07.2010 risulta quindi elaborata sommando algebricamente i seguenti elementi:

- ammontare del valore dei complessi immobiliari stimato dal valutatore (pari a ca. 214,91 ML di Euro - comprensivo degli incassi previsti dalla risoluzione di due contratti di locazione),
- più la quota di attività nette mobiliari al 30.06.2010 (pari a 7,37 ML di Euro)
- meno i debiti per finanziamenti erogati al 30.06.2010 e considerati inalterati anche nel mese successivo (pari a ca. 67,73 ML di Euro)
- più la somma algebrica di ricavi mensili da canoni meno spese mensili correnti relativi al mese di luglio 2010 (stimati pari a ca. 0,59 ML di Euro).

Si veda a tal proposito la Tabella n. 3 sotto riportata.

TABELLA n. 3 - Stima del NAV al 31.07.2010		
Fonte	elemento	ammontare (espresso in Euro)
SUMA - cr. Allegato 2	Valore beni immobili - stima aggiornata al 31.07.2010	€ 214.908.215
(a) - cr. Tabella n. 1	Attivo netto (non immobiliare) al 30.06.2010	€ 7.371.111
Semestrale - Situat. Patrimoniale - H.	Debiti - finanziamenti ricevuti (valore che si ipotizza confermato al 31.07.2010)	€ (67.729.128)
(b) - cr. Tabella n. 2	Canoni mensili al netto di spese (comprese ICI e capex) competenza relativa al mese di luglio 2010	€ 586.412
(c)	NAV ipotizzato - 31.07.2010	€ 155.136.610

Nota: nella prima colonna della tabella sono state indicate le fonti da cui sono stati desunti i dati indicati nella tabella medesima.

In base a quanto sopra indicato il NAV del FII stimato al 31.07.2010 risulta essere pari a 155.136.610,00 Euro.

Il valore di ogni quota è pertanto pari a 2.522.382 Euro (= 155.136.610,00 Euro/61.504 quote).

3. Stima del patrimonio immobiliare del Fondo.

3.1. Premesse generali.

3.1.1. YORKVILLE bhn S.p.A. ha conferito in data 18.06.2010 a Reddy's Group spa (di seguito "RG") l'incarico di effettuare la stima del valore del NAV - Net Asset Value del Fondo Immobiliare Investietico (attualmente comprendente n. 13 complessi immobiliari) in riferimento all'art. 2343 ter, II comma, lettera b del Codice Civile, come indicato al § 1 "Introduzione".

Di seguito si indicherà semplicemente:

- YORKVILLE bhn S.p.A. come "Il Cliente";
- Fondo di Investimento Immobiliare come "il Fondo" o "FII";
- il Rendiconto al 31.12.2009 come "il Rendiconto";
- la tabella riepilogativa a pag. 53 del Rendiconto al 31.12.2009 come "la Tabella";
- le schede alle pagg. 37-49 del Rendiconto al 31.12.2009 come "le Schede del Rendiconto";
- Società di Gestione del Risparmio che gestisce il Fondo come "la SGR";
- Resoconto intermedio di gestione della SGR al 31.03.2010 come "il Resoconto Intermedio" o "il Resoconto";
- Relazione semestrale al 30.06.2010 come "la Semestrale";
- le schede alle pagg. 19-31 della Semestrale al 30.06.2010 come "le Schede della Semestrale".

3.1.2. ai fini dell'espletamento dell'incarico sono state svolte le seguenti attività di valutazione del patrimonio immobiliare (n. 13 beni).

Scopo di tale attività è indicare il valore di Mercato dei n.13 complessi immobiliari di seguito indicati aggiornati al 31.07.2010:

1. Milano - Via Carati, 16
2. San Donato Milanese (MI) - Piazza S. Barbara, 7
3. San Donato Milanese (MI) - Via Agadir, 38
4. San Donato Milanese (MI) - Via 25 Aprile, 25
5. Torino - Via Magenta, 12
6. Rodà - Via Paolo di Dono, 223
7. Milano - Via Antonini, 26
8. Pregnana Milanese (MI) - Via Emilia, 1
9. Milano - Via San Faustino, 21
10. Milano - Via San Faustino, 27
11. Milano - Via Ippocrate, 18
12. Monza (MB) - Via Crescetti, 1
13. Bollate (MI) - Via Don Uboldi, 40/42

La stima è stata redatta nell'ipotesi di mantenimento dello stato in cui si trovano attualmente i beni in termini di destinazioni d'uso, consistenze e situazione locativa.

3.1.3. (FONTI) per l'espletamento di tale attività e su indicazione del Cliente RG ha utilizzato esclusivamente la documentazione costituita dal Rendiconto al 31.12.2009 e dalla Relazione Semestrale al 30.06.2010³ con particolare riferimento a:

A) la Tabella (a pag. 53 della "Nota Integrativa" del Rendiconto). Si precisa che al suo interno per ogni complesso immobiliare sono indicati i seguenti dati, utilizzati ai fini delle relative stime:

- a) indirizzo ("*descrizione e ubicazione*");
- b) "*destinazione d'uso prevalente*";
- c) "*anno di costruzione*";
- d) consistenze commerciali complessive ("*superficie commerciale*" indicata in nota quale "*superficie lorda al netto di locali tecnologici, dei caveai, dei vani scala/ascensori*");
- e) canone di locazione annuo unitario ("*canone annuo per mq.*" per il quale è indicato in nota "*per calcolare il canone al mq. è stato utilizzato il canone di competenza dell'esercizio*");
- f) "*tipo di contratto*" (es. locazione non finanziaria, indennità di occupazione, etc.);
- g) "*scadenza del contratto*";
- h) "*locatario*".

B) la Scheda della Semestrale (alle pagg. 19-31 della Semestrale). Si precisa che all'interno di queste per ogni complesso immobiliare sono indicati i seguenti dati, utilizzati ai fini delle relative stime:

- a) "*ubicazione*";
- b) "*descrizione della proprietà*";
- c) "*scheda tecnica*" (contenente tra l'altro dati relativi alla "*superficie lorda*" e al "*canone annuo*"⁴ complessivo).

In riferimento ai n. 5 complessi Immobiliari con destinazione RSA - Residenze Sanitarie Assistenziali si precisa infine che i relativi dati sono stati desunti, oltre che dal suddetto Rendiconto, anche dal sito ufficiale della Regione Lombardia⁵.

³ E/o informazioni reperibili sul mercato a seguito di indagini mirate.

⁴ Si riporta a tale proposito la nota indicata nelle Schede in relazione al "*canone annuo*": "*il valore degli affitti è calcolato sulla base del canone annualizzato risultante dai contratti in essere al 30.06.2010*". Non è quindi specificato se tale importo tenga o meno conto di eventuali riduzioni, etc.

⁵ Sito consultato: <http://www.famiglia.regione.lombardia.it>. In particolare: ASL MILANO, ASL MILANO 1 - Bollate, ASL MONZA E BRIANZA.

I dati sopra citati sono stati assunti come veritieri e corretti e utilizzati ai fini delle presenti valutazioni e per le descrizioni dei singoli beni. In particolare, ove non diversamente specificato, le descrizioni dei complessi Immobiliari sono state desunte da tali fonti e integrate con quanto è stato possibile rilevare a seguito di sopralluogo solo esterno ai beni. Nel testi descrittivi relativi a ciascun bene è stato precisato di volta in volta quali osservazioni sono scaturite dal sopralluogo e/o da altre fonti⁶;

C) non sono stati eseguiti sopralluoghi interni ai complessi Immobiliari in oggetto e quelli esterni sono stati circoscritti alle sole porzioni accessibili;

- 3.1.4. ai fini delle valutazioni si è ipotizzato che i beni si trovino internamente - e/o per quanto verificabile a seguito di sopralluogo esterno - in condizioni manutentive medie e che non vi sia la necessità di procedere con interventi di adeguamento normativo e/o di manutenzione/riqualificazione salvo quanto diversamente indicato all'interno del Rendiconto (cfr. in particolare pagg. 22-23 "Locazioni e manutenzioni") e all'interno della Semestrale (cfr. in particolare pagg. 16-17-18 "Locazioni e manutenzioni");
- 3.1.5. non sono state acquisite in relazione ai complessi Immobiliari informazioni ulteriori (ad esempio relativamente alla situazione locativa, etc.) rispetto a quanto indicato ai precedenti punti;
- 3.1.6. la stima del valore corrente dei beni è stata redatta tenendo in considerazione l'attuale situazione locativa dei beni stessi come sopra indicata;
- 3.1.7. non sono state effettuate verifiche circa la regolarità urbanistico/edilizia, circa la libera commerciabilità e l'utilizzabilità dei beni, la conformità alle normative vigenti e circa la corrispondenza dello stato attuale delle varie unità immobiliari con quanto debitamente licenziato dalle autorità comunali. Non sono inoltre state eseguite verifiche relative a questioni di diritto, etc.;
- 3.1.8. è stata condotta una specifica indagine di mercato relativamente a ogni area di interesse circa unità Immobiliari con caratteristiche simili a quello di ogni singolo complesso immobiliare oggetto di valutazione. Le indicazioni delle indagini da noi effettuate sul locale mercato Immobiliare sono, a nostro parere, rappresentative della situazione di mercato alla data della presente valutazione. Ciononostante, non possiamo escludere che esistano ulteriori segmenti di domanda e/o offerta - propri di alcuni settori - tali da modificare eventualmente alcuni parametri unitari da noi scelti e adottati come riferimento;

⁶ Ai fini della presente valutazione sono stati assunti questi dati/informazioni veritieri e validi esclusivamente quelli desunti dalle fonti specificate ai punti 3.1.3. A) e B), cioè il Rendiconto e - per i complessi Immobiliari destinati a RSA - il sito citato nella precedente nota. Al solo scopo di integrare le descrizioni dei beni sono inoltre state consultate le seguenti ulteriori fonti: il sito <http://aedesbpmag.com/immobili.php> e i siti relativi alle singole RSA, ad es. www.grupposegesta.com per quanto concerne il complesso sito in Monza, etc.

3.1.9. la stima del valore corrente dei siti viene redatta ipotizzando che:

- la documentazione tecnico/amministrativa (a titolo esemplificativo e non esaustivo: documentazione edilizio/urbanistica, catastale, impiantistica, pratiche di prevenzione incendi, etc.) sia completa e aggiornata;
- suolo, sottosuolo e soprasuolo (cioè compresi tutti gli immobili) siano già stati - ove necessario - bonificati e che quindi non vi sia alcuna passività ambientale;

3.1.10. i valori indicati nelle nostre stime, ove non diversamente specificato, sono al lordo degli oneri eventualmente da sostenersi per la futura commercializzazione dei beni nello stato attuale.

3.2. Descrizione del metodo valutativo (relativo alla valutazione del patrimonio immobiliare del Fondo).

Così come indicato in premessa, si riportano in Allegato 2 le singole relazioni di stima relative ai complessi immobiliari indicati al punto 3.1.2., suddivise in due sezioni:

- Sezione A: complessi immobiliari con destinazione d'uso prevalente direzionale, commerciale e magazzino;
- Sezione B: complessi immobiliari con destinazione d'uso prevalente RSA - Residenze Sanitarie Assistenziali;

Per la determinazione del Valore di Mercato (O.M.V.²) dei singoli beni è stato utilizzato il metodo reddituale sintetico. Nel seguito è stata illustrata in dettaglio la metodologia applicata per i complessi immobiliari della sezione A e B.

² Open Market Value.

Sezione A - Complessi immobiliari con destinazione d'uso prevalente: direzionale, commerciale e magazzino.

Allo scopo di determinare il Valore di Mercato (O.M.V.⁶) di complessi immobiliari con le destinazioni d'uso di cui sopra si è utilizzato il criterio reddituale, applicando un tasso di capitalizzazione o *cap rate* al canone di locazione annuo.

Il Valore di Mercato, determinato con il metodo reddituale o della capitalizzazione del reddito, viene così ricavato:

$$P = OI/R$$

ove

P =	valore di mercato
OI =	reddito operativo (Operating Income)
R =	tasso di capitalizzazione (CAP RATE)

Per ottenere il valore di mercato P occorre determinare il tasso di capitalizzazione R e il canone OI accettabili dal mercato⁹.

Per ciascun complesso immobiliare nella successiva tabella di valutazione sono riportati i seguenti dati: la destinazione d'uso, la superficie commerciale e il canone di locazione effettivo aggiornato all'attualità come desunti dalla documentazione fornita dal Cliente, il *cap rate* e l'*Open Market Value* da noi stimati.

Allo scopo di determinare il valore di mercato dei complessi immobiliari si è quindi utilizzato il criterio reddituale sintetico. Il criterio reddituale prevede l'applicazione di un tasso di capitalizzazione o *cap rate* al canone di locazione annuo o effettivo o stimato dal valutatore sulla base delle ricerche di mercato effettuate per beni simili a quello oggetto di valutazione.

Laddove la struttura risulti locata a un conduttore attendibile e consolidato e in forza di un contratto di locazione di media/lunga durata, è stato ipotizzato che il conduttore abbia la necessità di (e intenda) mantenere in essere il contratto di locazione esistente.

Nello scenario sopra citato è stato applicato il tasso di capitalizzazione stimato direttamente al "*Canone di locazione in essere al 30.06.2010*".

Laddove la struttura risulti invece locata in forza di un contratto di locazione prossimo alla scadenza, il tasso di capitalizzazione o *cap rate* è stato applicato al canone di locazione annuo stimato dal valutatore sulla base delle ricerche di mercato effettuate per beni simili a quello oggetto di valutazione e si è quindi proceduto a effettuare un aggiustamento di valore legato

⁶ Open Market Value.

⁹ Si fa notare che all'estero è più usuale utilizzare NOI, *Net Operating Income* (Reddito Operativo Netto), invece di PGI *Potential Gross Income* (Reddito Potenziale Lordo), corrispondente al canone di locazione definito contrattualmente tra locatore e conduttore.

alla differenza tra il canone di locazione *effettivo* (*passing rent*) e il canone stimato in relazione alla *duration* (durata residua) del contratto in essere.

Il tasso di capitalizzazione da noi stimato rispecchia la situazione di mercato attuale caratterizzata dal generalizzato *sentiment* negativo circa l'investimento in immobili, dalla quasi totale assenza di investitori internazionali, dalle difficoltà all'ottenimento di finanziamenti da parte degli operatori locali e dalla competitività del mercato che presenta un'offerta articolata.

Sezione B: Complessi immobiliari con destinazione d'uso prevalente: RSA - Residenze Sanitarie Assistenziali.

Allo scopo di determinare il valore di mercato di una residenza sanitaria assistenziale (R.S.A.) si è utilizzato il criterio reddituale, applicando un tasso di capitalizzazione o *cap rate* al canone di locazione annuo.

Il Valore di Mercato, determinato con il metodo reddituale o della capitalizzazione del reddito, viene così ricavato:

$$P = OI/R$$

ove

P =	valore di mercato
OI =	reddito operativo (Operating Income)
R =	tasso di capitalizzazione (CAP RATE)

Per ottenere il valore di mercato P occorre determinare il tasso di capitalizzazione R e il canone OI accettabili dal mercato¹⁰.

Il fatturato potenziale (nella seguente tabella "Totale ricavi RSA"), sulla base del quale viene stimato il canone di locazione sostenibile, è determinato tenendo in considerazione i seguenti elementi:

- il numero posti letto (distinti per camera singola o doppia) presenti nella struttura;
- il periodo di apertura (espresso in giorni);
- la percentuale o tasso medio di occupazione (espresso in %);
- la tariffa media giornaliera per letto (distinta per camera singola o doppia) al netto di IVA.

Il prodotto dei dati sopra elencati (n. posti letto, n. giorni di apertura, percentuale o tasso medio di occupazione, tariffa media giornaliera per letto al netto di IVA,) rappresenta l'importo complessivo dei ricavi relativi alla gestione dei posti letto nella struttura RSA (nella seguente tabella "Ricavi A").

Sulla base di tale importo sono poi stati stimati gli altri ricavi derivanti da servizi extra offerti dalla struttura.

Gli extra ricavi "Altri Ricavi B" sono stimati in termini di percentuale sull'importo complessivo dei "Ricavi A".

¹⁰ Si fa notare che all'estero è più usuale utilizzare NOI, Net Operating Income (Reddito Operativo Netto), invece di PGI Potential Gross Income (Reddito Potenziale Lordo), corrispondente al canone di locazione definito contrattualmente tra locatore e conduttore.

L'importo complessivo derivante dalla somma delle voci sopra elencate rappresenta il fatturato potenziale ("Totale Ricavi RSA") sulla base del quale viene determinato il canone di locazione sostenibile.

Si ipotizza che il canone di locazione sostenibile da parte di un gestore secondo gli standard medi di mercato possa essere qui stimato pari (al massimo) al 30% (con struttura a regime) del fatturato potenziale globale in considerazione della localizzazione e dell'appetibilità di una struttura in grado di offrire questo tipo di servizi.

Tale valore è indicato alla voce "coefficiente da applicare al Totale ricavi RSA per ottenere il canone annuo" nella tabella che segue ed è espresso in percentuale sul "Totale ricavi RSA".

Allo scopo di determinare il valore di mercato del bene si è quindi utilizzato il criterio reddituale sintetico. Il criterio reddituale prevede l'applicazione di un tasso di capitalizzazione o *cap rate* al canone di locazione annuo stimato dal valutatore (cioè il canone di locazione massimo sostenibile indicato quale "Canone di locazione di mercato - secondo il valutatore - per la RSA").

Considerato che la struttura risulta locata a un operatore specializzato in questo settore e in forza di un contratto di locazione di media/lunga durata, si può ipotizzare che il conduttore abbia la necessità di (e intenda) mantenere in essere i contratti di locazione esistenti.

Nello scenario sopradato è stato applicato il tasso di capitalizzazione (stimato) direttamente al "Canone di locazione in essere al 30.06.2010".

Il tasso di capitalizzazione utilizzato è pari al 7,70%, cioè coerente con l'ubicazione e con alcuni fattori caratteristici delle strutture fatta eccezione per la RSA sita a Milano in Via San Faustino 21 ove - poiché si tratta di proprietà del solo diritto di superficie - il *cap rate* (pari a 10,55%) tiene in considerazione il tasso che consente di recuperare l'investimento durante il periodo corrispondente alla durata del contratto di locazione. Infatti a fine del periodo di godimento del diritto di superficie non si ha più la proprietà, che si avrebbe invece se il bene fosse in piena proprietà oppure se oggi viceversa si godesse della proprietà spogliata del diritto di superficie.

3.3. Riapilogo delle stime degli Immobili costituenti il patrimonio immobiliare del Fondo.

Nell'ipotesi che non esistano restrizioni o limitazioni alcune né costi straordinari di cui non siamo a conoscenza e fatte salve tutte le osservazioni precedentemente esplicitate, si dichiara che l'Open Market Value al 31.07.2010 complessivo dei complessi immobiliari oggetto di valutazione risulta pari a Euro 214.908.215,00 (ML di Euro (duecentoquattordicimilioni-novecentoottomiladuecentoquindici/00 Euro).

1. Milano - Via Casati, 16	Uffici	2.376	€ 9.030.800
2. San Donato Milanese (MI) - Piazza S. Barbara, 7	Uffici	10.560	€ 25.410.680
3. San Donato Milanese (MI) - Via Agadir, 8B	Uffici	5.559	€ 9.927.201
4. San Donato Milanese (MI) - Via 25 Aprile, 25	Uffici	6.319	€ 17.507.707
5. Torino - Via Magenta, 12	Uffici	5.246	€ 9.523.251
6. Roma - Via Paolo di Dono, 223	Uffici	9.973	€ 36.363.569
7. Milano - Via Antonini, 26	Commerciale	8.595	€ 10.588.250
8. Prosecco Milanese (MI) - Via Brughiera, 1	Magazzino	10.674	€ 6.193.430
Totale n. 8 Immobili		59.242	€ 126.545.408
9. Milano - Via San Faustino, 21	RSA	7.710	€ 11.675.469
10. Milano - Via San Faustino, 27	RSA	11.993	€ 19.900.519
11. Milano - Via Ippocrate, 18	RSA	10.915	€ 27.496.023
12. Monza (MB) - Via Crescettelli, 1	RSA	9.192	€ 16.990.494
13. Bollate (MI) - Via Don Uboldi, 40/42	RSA	5.871	€ 12.299.701
Totale n. 5 RSA		45.681	€ 88.362.207

Si rimanda alla Tabella riepilogativa "Fondo Investietico - Patrimonio immobiliare. Canoni, valori, duration, cap rate." e alle "Schede di sintesi relative alla stima del patrimonio immobiliare" (cfr. Allegato 2) per il dettaglio delle valutazioni dei singoli complessi immobiliari.

Reddy's Group spa

Milano, 06 settembre 2010

Fondo Investietico

Relazione di stima ex art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile
per il conferimento delle quote del Fondo di investimento immobiliare
INVESTIETICO in YORKVILLE bhn S.p.A.

Allegato 1.

Glossario.



A handwritten signature in black ink, appearing to be a stylized name, located in the lower right quadrant of the page.

GLOSSARIO.**CAPEX** - Capital expenditure

Le *capex* sono le spese che devono essere sostenute per garantire il mantenimento o per incrementare nel tempo il valore attuale e futuro di un bene.

Trattasi normalmente di spese ammortizzabili in più esercizi.

CAP RATE - Capitalization rate

Rappresenta il rapporto tra il reddito annuo ritraibile da un investimento e il valore/prezzo dell'investimento stesso.

DURATION

Rappresenta la media (ponderata) della durata residua di un contratto di locazione o di affitto di azienda in essere (concetto sviluppato per la prima volta da Frederick Macaulay nel 1938 per poter misurare la volatilità del prezzo di obbligazioni tramite la verifica della futura data di rimborso delle stesse).

NAV – NET ASSET VALUE di un Fondo di Investimento Immobiliare

Rappresenta il valore di un fondo immobiliare (indicato nella relazione semestrale o nel rendiconto annuale). E' il risultato della differenza tra attivo e passivo patrimoniale, tenendo conto anche delle perizie sugli immobili effettuate dagli esperti indipendenti. Questo è anche il dato di riferimento per il rimborso delle quote ai sottoscrittori in occasione della liquidazione del Fondo.

NOI - NET OPERATING INCOME

Reddito Operativo Netto: corrisponde al reddito netto prodotto annualmente da un bene immobile, cioè al reddito potenziale lordo (pari al canone indicato per esempio nel contratto di locazione - vedi oltre) meno *vacancy and collection losses* (ossia perdite per mancate locazioni o mancato incasso di canoni dovuti) e meno *operating expenses* (ossia spese operative comprensive di imposte immobiliari o patrimoniali, assicurazioni, utenze, manutenzioni, accantonamenti e costi amministrativi).

PASSING RENT

Canone di locazione in corso al netto di eventuali scalfettature contemplate dal contratto stesso.

PGI - POTENTIAL GROSS INCOME

Reddito Potenziale Lordo, corrispondente al canone di locazione definito contrattualmente tra locatore e conduttore.

VACANCY

Il periodo di sfitto ipotizzato non si riferisce esclusivamente al lasso di tempo in cui il bene non è condotto in locazione dal rispettivo Inquilino/conduttore, bensì annovera al suo interno tutti gli *steps* che si susseguono tra la fuoriuscita del precedente conduttore e l'insediamento a regime del successivo. Il periodo di sfitto comprende dunque le seguenti fasi temporali:

- a) periodo di individuazione del nuovo conduttore anche tramite il supporto di agenzie immobiliari,
- b) periodo tra la firma del contratto e l'ingresso del nuovo conduttore negli immobili locati,
- c) periodo tra l'ingresso del nuovo conduttore negli immobili locati e l'inizio "contrattuale" della locazione,
- d) periodo tra l'inizio "contrattuale" della locazione e la corresponsione effettiva del canone (cioè eventuale *free rent period*).

Nota

Si precisa che nel testo del Rendiconto, del Resoconto e della Semestrale del Fondo viene usato impropriamente il termine "affitto". Si segnala che in caso di locazione di beni immobili (ad eccezione di terreni agricoli) il termine corretto è "canone di locazione" o "contratto di locazione" e non "affitto" o "contratto di affitto".

Milano, 06 settembre 2010

Fondo Investietico

Relazione di stima ex art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile
per il conferimento delle quote del Fondo di Investimento immobiliare
INVESTIETICO In YORKVILLE bhn S.p.A.

Allegato 2.

Schede di sintesi relative alla stima del patrimonio immobiliare del Fondo.





UBICAZIONE

Il complesso immobiliare, sito in zona semicentrale, nel quadrante Nord-Est della città di Milano, si trova in prossimità dei Bastioni di Porta Venezia.

La via in cui si trova il complesso immobiliare - Via Casati - unisce due rilevanti assi di scorrimento verso il centro della città: Corso Buenos Aires e Via Vittor Pisani (con l'ultimo tratto riservato al solo traffico pedonale).

La presenza delle fermate della Metropolitana distanti entrambe circa 600 m - stazione di "Repubblica" della Linea 3 e stazione di "Porta Venezia" della Linea 1 - garantiscono una buona accessibilità al complesso immobiliare in oggetto.

Si segnala inoltre che da entrambe le fermate della Metropolitana è possibile accedere anche alle Linee Ferroviarie Suburbane - Passante Ferroviario - S5 (Varese - Gallarate - Treviglio) e S6 (Novara - Magenta - Milano Rogoredo).

Il complesso immobiliare dista 4,5 km circa dal tracciato della Tangenziale Est di Milano (uscita "Città Studi - Segrate"), dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 1 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 4 km circa.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 7,5 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 50 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare, risalente al 1950 (fonte: Rendiconto), è stato edificato per un uso residenziale; nel corso degli anni è stato oggetto di interventi per la trasformazione in terziario.

Il complesso immobiliare è caratterizzato da una pianta a forma di "L" e si sviluppa su un piano seminterrato e quattro piani fuori terra oltre a un'area esterna - cortile - destinata a parcheggio per le auto.

Al piano seminterrato trovano spazio alcuni uffici, gli archivi e i locali tecnologici. I piani rialzati, primo, secondo e terzo sono adibiti a uffici mentre il sottotetto è a uso archivio.

Come indicato nel Rendiconto del Fondo, gli uffici internamente risultano in buone condizioni di manutenzione; sono dotati di impianti di riscaldamento e condizionamento e la suddivisione interna è affidata a pareti mobili. Tutti gli spazi sono inoltre dotati di pavimenti galleggianti e controsoffitti.

L'ingresso principale al complesso immobiliare, pedonale, è in Via Casati mentre quello carrabile si trova in Via Settala.

La zona circostante è caratterizzata da edifici residenziali alla cui base trovano spazio attività commerciali di vendita al dettaglio. Gli spazi di sosta per le auto in prossimità del complesso immobiliare sono in parte a pagamento e in parte riservati ai residenti della zona. Si sottolinea

che nonostante nelle immediate vicinanze (100 m ca.) vi sia un'automessa privata su più piani (Via Lecco) il parcheggio risulta alquanto difficoltoso.

Si segnala infine che in Via San Gregorio - via parallela a Via Casati - durante il sopralluogo erano in corso lavori di manutenzione straordinaria di un immobile originariamente a uso residenziale.

A pag. 17 della Semestrale è indicato inoltre che per la struttura in oggetto sono previsti "interventi di varia natura e minore importanza".

NOTA INTEGRATIVA

Per la stima dell'Open Market Value è stato preso in considerazione anche l'incasso atteso dall'opzione contrattuale (opzione PUT a favore del FII) indicata nel contratto di acquisto del presente bene (cfr. Rendiconto - pag. 58).

Nell'ipotesi che non vengano rispettati dal Venditore i patti contenuti nel contratto di acquisto del bene da parte del FII, si è ipotizzato che il conduttore dell'immobile non lo acquisti entro il 31.03.2012 e concordi con il FII - a titolo di transazione extragiudiziale - il pagamento di un importo pari a circa il 25% della penale contrattualmente stabilita (nel dicembre 2008) in 2,4 ML di Euro.

Attualmente non esiste la certezza che la controparte possa onorare gli impegni assunti nella sottoscrizione dell'atto di compravendita del complesso immobiliare.

A titolo di ragionevole prudenza non si ritiene opportuno azzerare tale provento straordinario per il FII, bensì viene considerato il valore attualizzato di un ragionevole "extra" incasso per il FII nell'anno 2012 ridotto (rispetto alla penale contrattuale) a seguito di transazione extragiudiziale.

Per il conteggio dettagliato degli incassi generabili da questo immobile a favore del fondo si rimanda alla Relazione di stima (cfr. pag. 8).

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

• Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3. "Stima del patrimonio Immobiliare del Fondo".

• Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Uffici e superficie commerciale pari a 2.376 mq.

• L'immobile risulta interamente concesso in locazione alla Società Marvecspharma Services srl, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 634.725,00 Euro e duration pari a 13,39 anni.

• Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 7,50%.

Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.

• È stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico.

Considerata la consistente duration, il tasso di capitalizzazione da noi stimato è stato applicato direttamente al canone di locazione in corso ottenendo un valore pari a 8,46 ML di Euro circa, così calcolato:

$$P_0 = OI/R = \text{Euro/anno } 634.725,00 / 7,50\% = \text{Euro } 8.463.000,00$$

• Al valore di cui sopra dovrà essere sommato l'importo (S1) relativo agli incassi attesi dall'opzione contrattuale (cfr. pag. 8 della Relazione di Stima) pari a 567.800,00.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 9,03 ML di Euro circa.

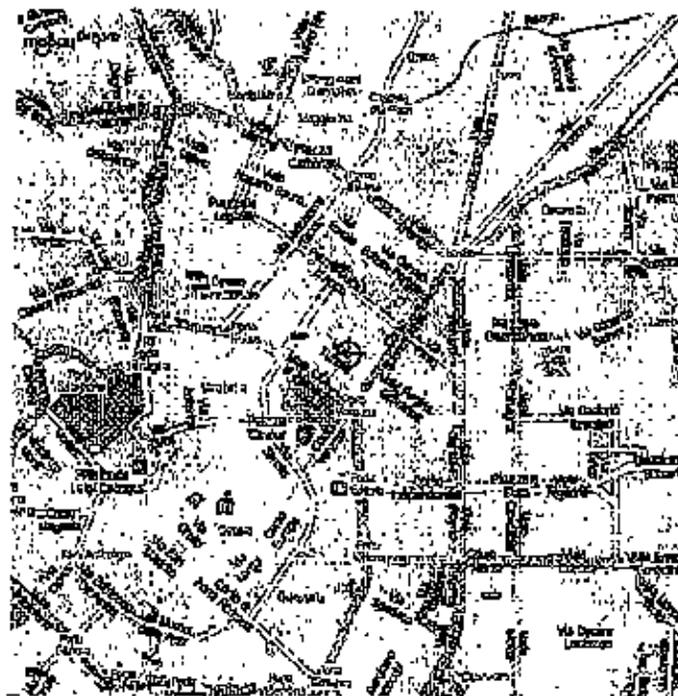
Valutazione RG

9.030.000 Euro ca.

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

Documentazione fotografica.

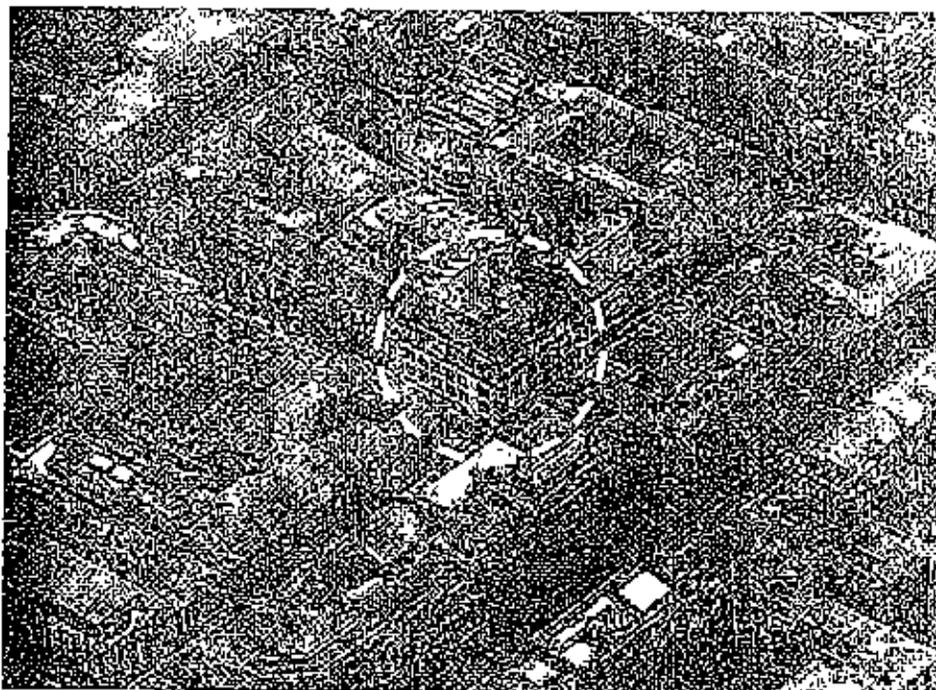


Foto 1. Vista aerea fronte Ovest (Fonte: www.bing.com).

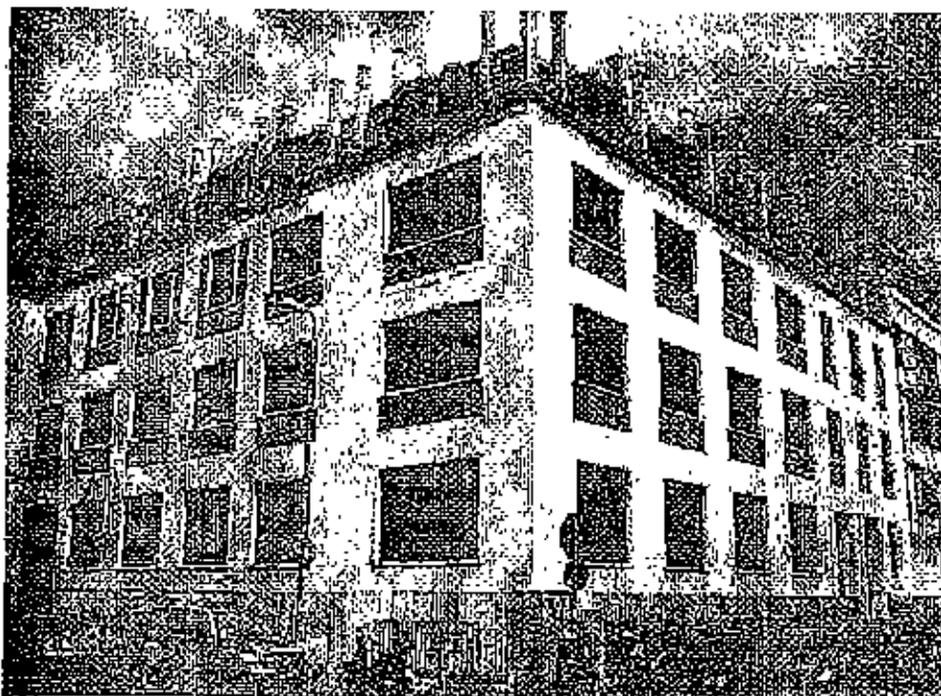


Foto 2. Vista generale dell'immobile

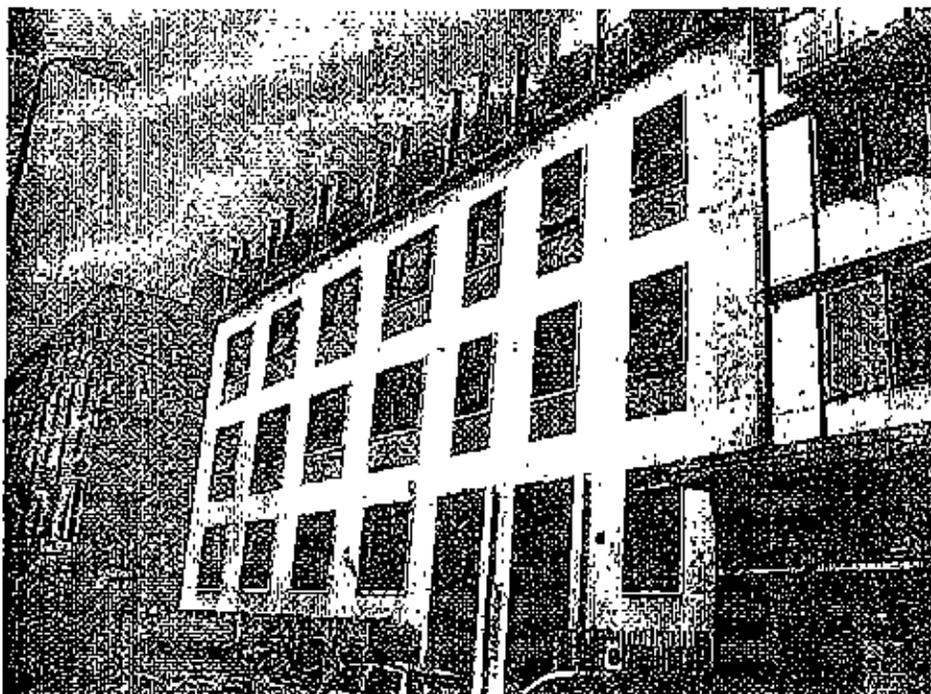


Foto 3. Prospetto principale dell'edificio - Via Casati, 16.

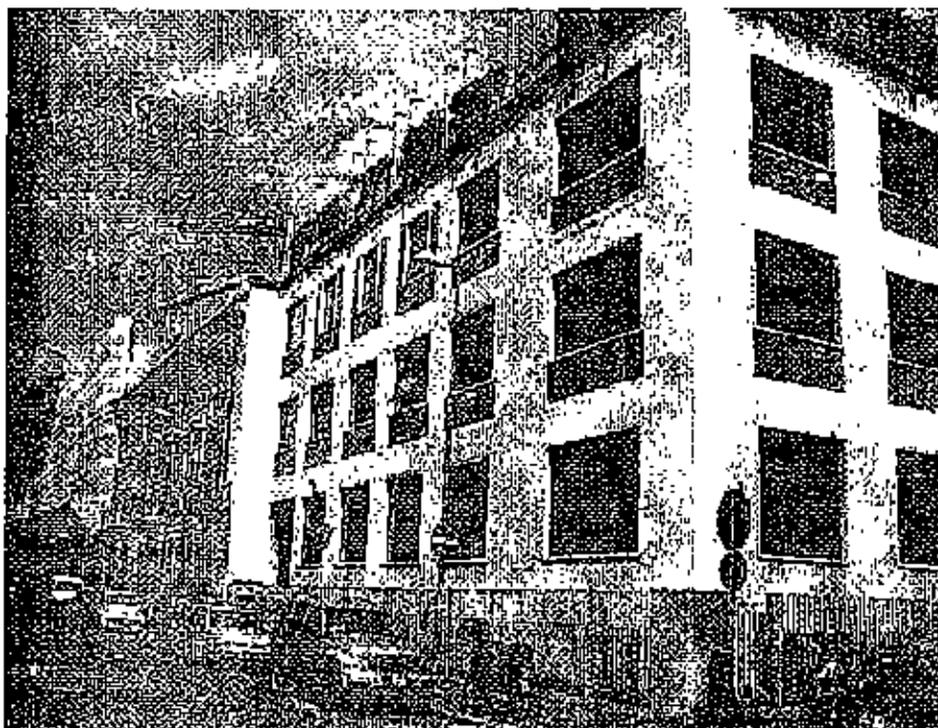


Foto 4. Prospetto su Via Settafa



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare è situato nel centro di San Donato Milanese, comune a Sud-Est della città di Milano.

L'intorno edilizio del complesso immobiliare in oggetto è contraddistinto dalla presenza di numerosi edifici a uso direzionale con una tipologia edilizia di livello medio/alto adiacenti a pubblici servizi e a un tessuto urbano di carattere residenziale.

La vicinanza delle tangenziali di Milano rende il complesso immobiliare oggetto della presente facilmente accessibile. Inoltre a circa 1 km si trova la fermata "San Donato" della linea 3 della rete metropolitana milanese.

Il complesso immobiliare dista 1,5 km circa dall'autostrada A1 "Milano - Napoli" uscita "San Donato Milanese" dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle tangenziali Est e Ovest di Milano per poi accedere alle altre principali autostrade nazionali quali l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 14 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 10 km circa. La stazione delle FS di "Milano - Rogoredo" dista invece 3 km circa.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 7,5 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 70 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare in oggetto, a destinazione terziaria, è composto da due edifici a pianta rettangolare denominati INSO 1-2 e INSO 3, che si sviluppano su quattro piani fuori terra e un piano interrato all'interno di un'area privata delimitata da una recinzione metallica. L'edificio denominato INSO 1-2 è costituito da due blocchi uniti tra loro ortogonalmente da un corridoio di collegamento per tutti i piani fuori terra. L'edificio INSO 3 è invece posto a Nord rispetto agli altri e non è dotato di collegamenti aerei o interrati con gli altri due edifici.

Gli immobili facenti parte del complesso risultano edificati nel 1990 (fonte: Rendiconto) e presentano facciate continue e corpi scala esterni, uno per l'edificio INSO 1-2 in corrispondenza del corridoio di collegamento e uno per l'edificio INSO 3. Gli ingressi pedonali e carrai al complesso immobiliare si affacciano su Piazza Santa Barbara.

Si segnala infine che nel complesso immobiliare sono presenti circa 60 posti auto scoperti.

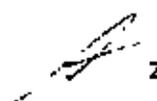
Come indicato a pag. 23 del Rendiconto nel corso del 2009 il Fondo ha effettuato alcune opere di manutenzione straordinaria relative all'adeguamento funzionale degli impianti di condizionamento.

L'area circostante al complesso immobiliare in oggetto è caratterizzata da una netta divisione di destinazioni d'uso: a Est vi è infatti una significativa presenza di edifici a uso residenziale mentre a Ovest e a Nord sono presenti edifici a uso uffici, alcuni ex depositi e/o capannoni attualmente dismessi (quadriatero tra le vie Fermi, Volta, Fabiani e Marignano) e servizi ai cittadini.

 1

L'ampia disponibilità di parcheggi pubblici gratuiti in prossimità del complesso immobiliare rende la sosta semplice.

Si segnala inoltre che in prossimità del complesso immobiliare è attualmente in corso di realizzazione un edificio adibito a nido e a scuola di infanzia commissionato da ENI Servizi S.p.A. (come indicato nel cartello di cantiere apposto in fregio al cantiere stesso).



2

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

• Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3, "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".

• Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Uffici e superficie commerciale pari a 10.560 mq.

• L'immobile risulta interamente concesso in locazione alle Società Snam Rete Gas spa, BT Alacom spa, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 1.905.801,00 Euro e duration pari a 18,43 anni.

• Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 7,50%.

Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.

• E' stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico.

Considerata la consistente duration, il tasso di capitalizzazione da noi stimato è stato applicato direttamente al canone di locazione in corso ottenendo un valore pari a 25,41 ML di Euro circa, così calcolato:

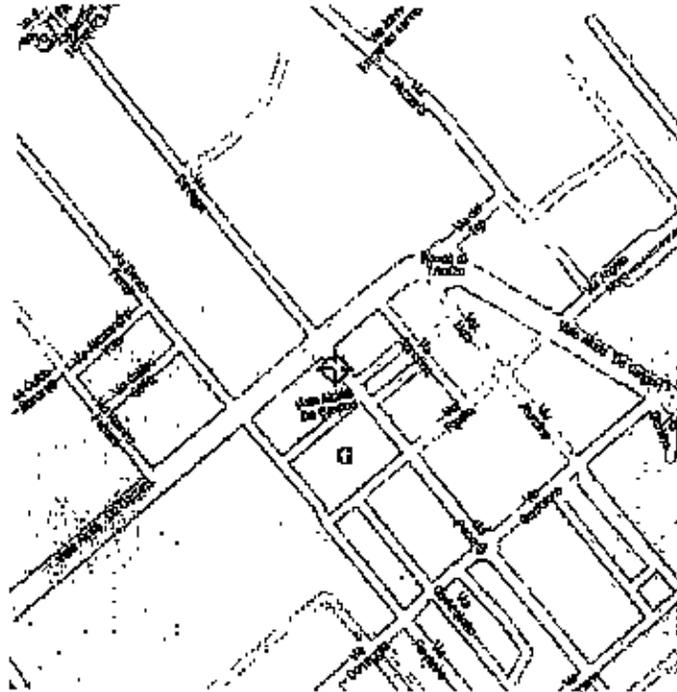
$$P_0 = OI/R = \text{Euro}/\text{anno } 1.905.801,00 / 7,50\% = \text{Euro } 25.410.680,00$$

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 25,41 ML di Euro circa.

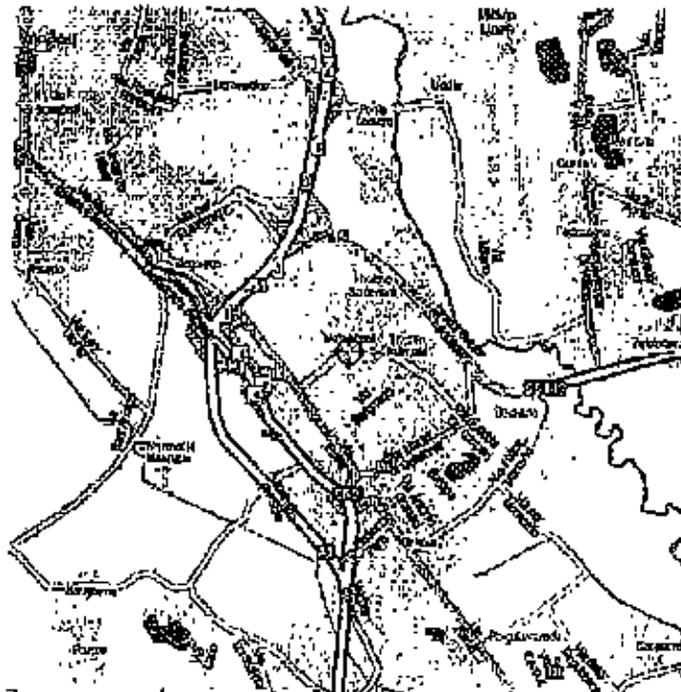
Valutazione RG

25.410.000 Euro ca.

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

Documentazione fotografica.

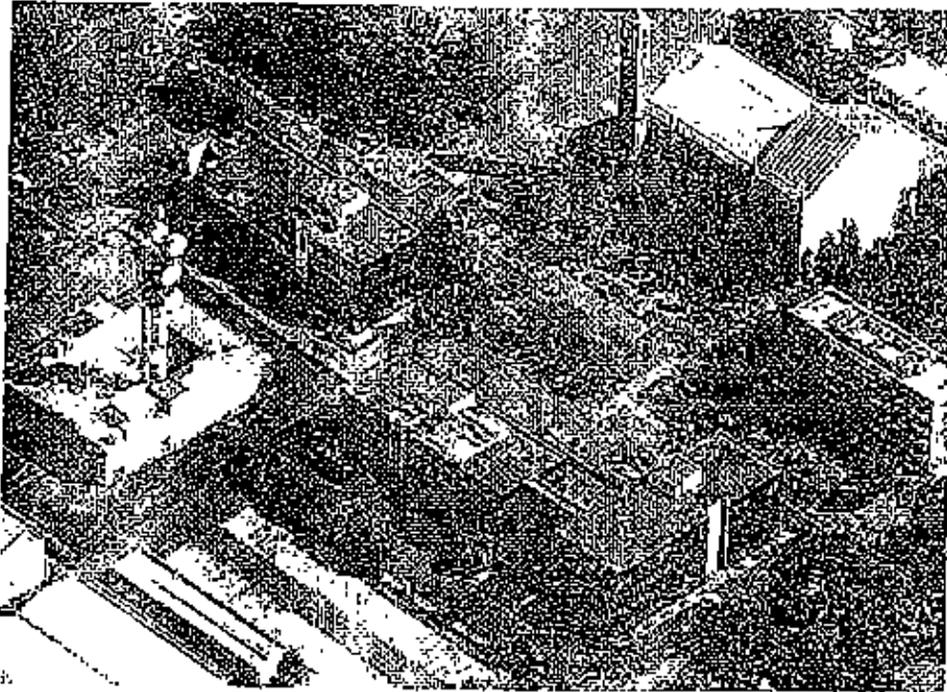


Foto 1. Vista aerea dei fronti Sud ed Ovest del complesso (Fonte: www.bmg.com).

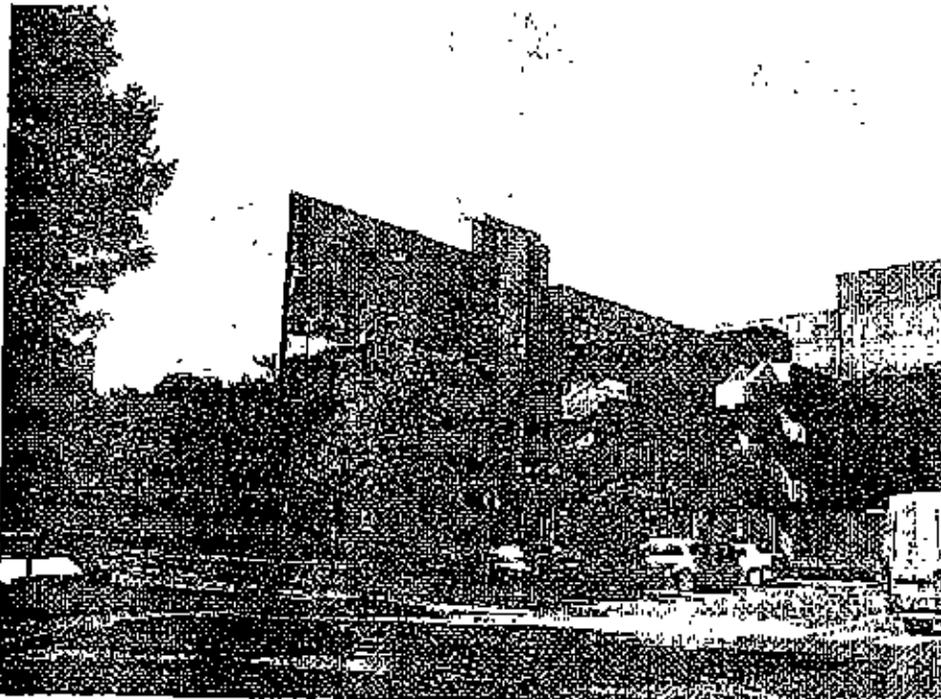


Foto 2. Vista del fronte Est del complesso INSD 1-2 con il corpo di collegamento.

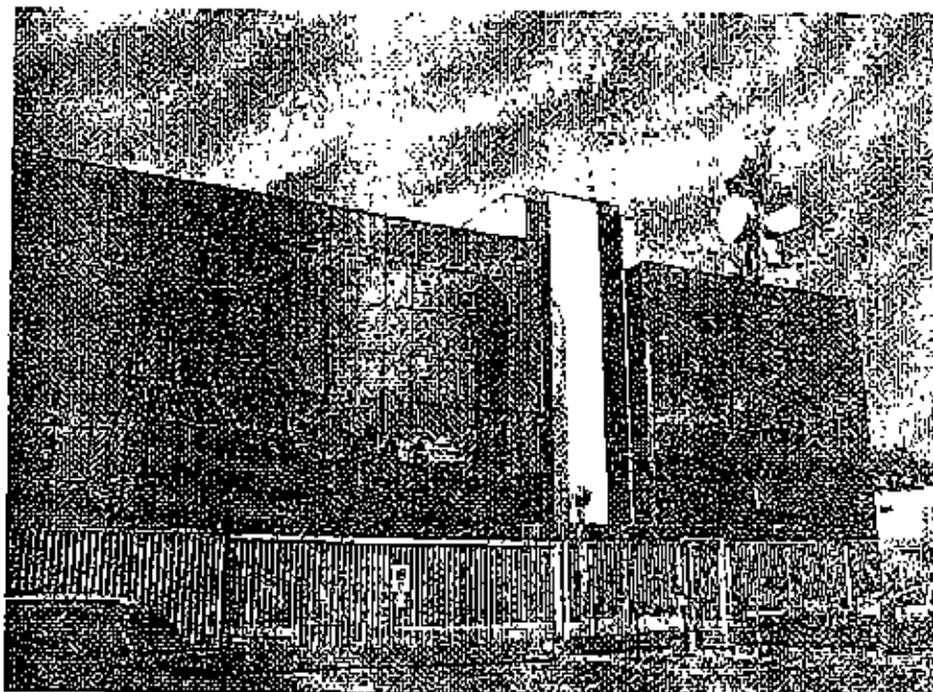


Foto 3. Vista del fronte Est del complesso INSO 1-2.



Foto 4. Vista del fronte Est del complesso INSO 3.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare, si trova nella zona Est del Comune di San Donato Milanese, a Sud-Est della città di Milano.

L'intorno edilizio è contraddistinto dalla presenza di numerosi altri complessi immobiliari a uso direzionale con una tipologia edilizia di livello medio/alto adiacenti a pubblici servizi e, in minima parte, al tessuto residenziale.

La vicinanza delle tangenziali di Milano rende il complesso immobiliare oggetto della presente facilmente accessibile. Inoltre a circa 1,5 km si trova la fermata "San Donato" della linea 3 della rete metropolitana milanese.

Il complesso immobiliare dista 3 km circa dall'autostrada A1 "Milano - Napoli" uscita "San Donato Milanese" dalla quale è possibile connettersi al tracciato delle tangenziali Est e Ovest di Milano per poi accedere alle altre principali autostrade nazionali quali l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 12 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 12,5 km circa. L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 8 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 70 km circa. La stazione delle FS di "Milano - Rogoredo" dista invece 4 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare oggetto della presente è un edificio che si sviluppa su tre piani fuori terra e uno interrato e fa parte a sua volta di un complesso, a uso terziario, composto da due edifici uniti tra loro da due collegamenti: un passaggio interrato e uno sovrappavato.

Il complesso immobiliare, edificato nel 1985, sorge su un lotto di terreno confinante con un'ampia zona a parcheggio, con un'importante strada di scorrimento - Via De Gasperi - e con un altro edificio a uso uffici. A Nord si trova un edificio della stessa epoca che presenta i medesimi caratteri architettonici.

L'edificio, a pianta rettangolare, è caratterizzato dalla presenza di due torri scala con relativi ascensori. Al piano interrato trovano spazio i depositi e i locali tecnici mentre i piani fuori terra (terzo, primo e secondo) sono destinati a uffici.

Come indicato a pag. 22 del Rendiconto nel corso del 2009 è iniziata la rinegoziazione di uno dei due contratti di locazione in scadenza - in forza dei quali l'intero immobile è attualmente occupato - "con l'obiettivo di giungere a un unico contratto sull'intero stabile alle migliori condizioni di mercato". In tale trattativa sono previsti alcuni interventi di riqualificazione funzionale la cui entità è in corso di definizione con il conduttore stesso.

Si segnala che nel corso del sopralluogo è stato possibile appurare che le strade in prossimità dell'immobile sono caratterizzate dalla presenza di numerose aree destinate a parcheggio pubblico gratuito; la sosta è agevole.

La zona circostante è caratterizzata da numerosi spazi verdi alberati, dalla presenza di scuole, asili, campi sportivi dedicati agli studenti e ai bambini e vari servizi sociali (ambulatorio e centro AVIS).

Gli edifici presenti sono quasi tutti a uso ufficio e la presenza di edifici residenziali è minima.

A pag. 17 della Semestrale è indicato inoltre che per la struttura in oggetto sono previsti "interventi di manutenzione straordinaria e di adeguamento impiantistico" per un importo pari a circa 546.000 Euro. Tale importo potrà tuttavia subire delle variazioni legate allo stato delle trattative in corso per la stipula del nuovo contratto di locazione con l'attuale conduttore.

NOTA INTEGRATIVA

Nel caso del complesso immobiliare in oggetto è stata riservata particolare attenzione all'incertezza della situazione locativa, oltre che allo stato di conservazione del bene e alla necessità di effettuare interventi di "riqualificazione": in particolare dal Rendiconto è stato rilevato che "(...) uno dei due contratti in essere, entrambi con lo stesso conduttore ENI Servizi, il 30 settembre 2009 è giunto a scadenza. Nel corso del 2009 è iniziata la rinegoziazione con l'obiettivo di giungere ad un unico contratto sull'intero stabile alle migliori condizioni di mercato. Nell'ambito di tale trattativa è previsto un intervento di riqualificazione funzionale la cui entità è in corso di definizione con il conduttore" (cfr. pag. 22 del Rendiconto).

In base a quanto riportato nella Tabella del Rendiconto (cfr. Nota Integrativa a pag. 53) infatti su una superficie commerciale complessiva di mq 5.559 per la porzione di mq 2.206 (pari al 39,7% della consistenza commerciale totale) al 31.12.09 risulta corrisposta un'indennità di occupazione, mentre le due porzioni di mq 3.338 e mq 15 risultano locatate.

La Semestrale riporta che "dopo un'iniziale manifestazione di interesse all'acquisto dell'immobile da parte del conduttore e la successiva constatazione della impossibilità di un accordo su un prezzo di compravendita in linea con gli obiettivi del Fondo, a partire dallo scorso mese di giugno 2010, è stata avviata con ENI Servizi la trattativa volta a rinegoziare i termini complessivi della locazione con l'obiettivo di giungere ad un unico contratto per l'intero edificio alle migliori condizioni di mercato, previa valorizzazione impiantistica dello stesso, sulla falsariga dell'operazione condotta sull'immobile di via Di Dono a Roma, con altre società del Gruppo ENI, per poi procedere alla fase di dismissione dell'immobile nelle migliori condizioni." (cfr. pag 16-17 della Semestrale).

Per tale motivo in sede di valutazione è stato detratto dal Valore di Mercato stimato un importo equivalente a 12 mesi di mancato incasso del canone di locazione potenziale, per la sola porzione citata, per tener conto dell'eventuale rischio di sfitto, dell'eventuale riduzione del canone di locazione iniziale che il locatore potrebbe accordare a un nuovo conduttore e delle spese di commercializzazione per le porzioni da rillocare.

A ciò si è aggiunto un ulteriore motivo di incertezza anche circa la situazione locativa generale degli spazi locati a ENI Servizi a seguito della pubblicazione, sulla stampa nazionale (Il Sole 24 Ore, 06.07.10), della notizia secondo la quale il Gruppo Eni prevedrebbe di lasciare gli immobili in locazione a San Donato Milanese a favore di un nuovo quartiere direzionale.

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

• Al fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3. "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".

• Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Uffici e superficie commerciale pari a 5.559 mq.

• L'immobile risulta interamente concesso in locazione alle Società Eni Servizi spa, BT Albacom spa, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 776.165,00 Euro e duration pari a 2,91 anni.

• Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 7,80%.

Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.

• È stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico applicando il tasso di capitalizzazione da noi stimato al canone di locazione potenziale ottenendo un valore pari a 10,33 ML di Euro circa, così calcolato:

$$P_0 = OI/R = \text{Euro/anno } 806.055,00 / 7,80\% = \text{Euro } 10.334.038,46$$

• Al valore di cui sopra dovrà essere sommato l'importo (S1) relativo alla differenza fra il passing rent e il canone potenziale [moltiplicato per la duration - il cui valore è stato qui arrotondato al secondo decimale] pari a -86.967,62 Euro così calcolato:

$$\text{Euro } (776.165,00 - 806.055,00) \times 2,91 = \text{Euro } -86.967,62$$

• Al valore di cui sopra dovrà essere sommato l'importo (S2) relativo al rischio vacancy - ipotizzato per la durata di un anno - relativamente alla porzione di 2.206 mq. occupata tramite indennità di occupazione e pari a -319.870,00 Euro.

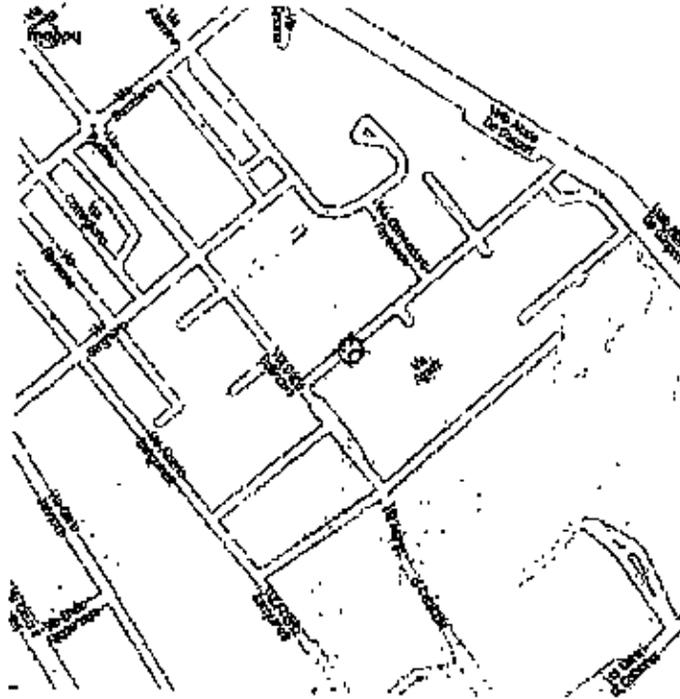
Si segnala che il contratto di locazione per questa porzione di immobile non è stato ancora sottoscritto (al 31.07.2010) e che nell'importo di 319.870 Euro è anche compreso il costo dell'eventuale mediazione necessaria per reperire il nuovo conduttore.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 9,93 ML di Euro circa.

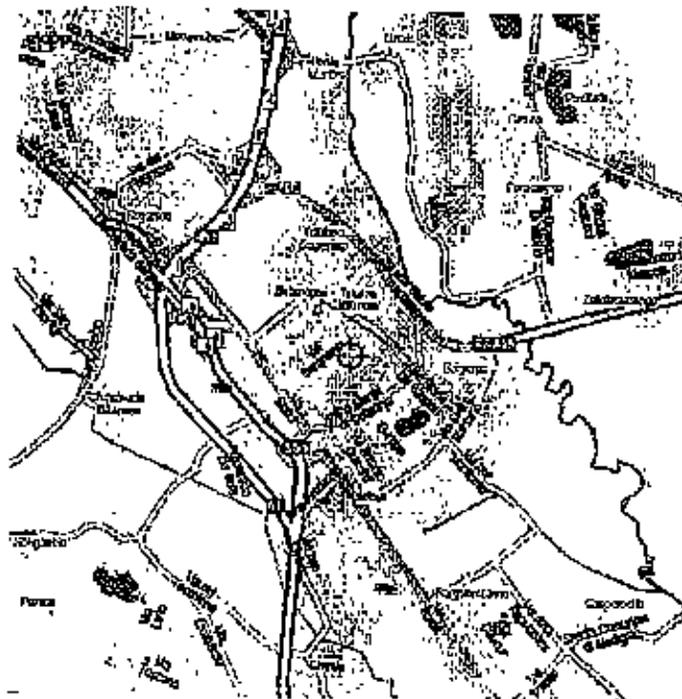
	Valutazione RG	9.930.000 Euro ca.
---	----------------	--------------------



Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

Documentazione fotografica.

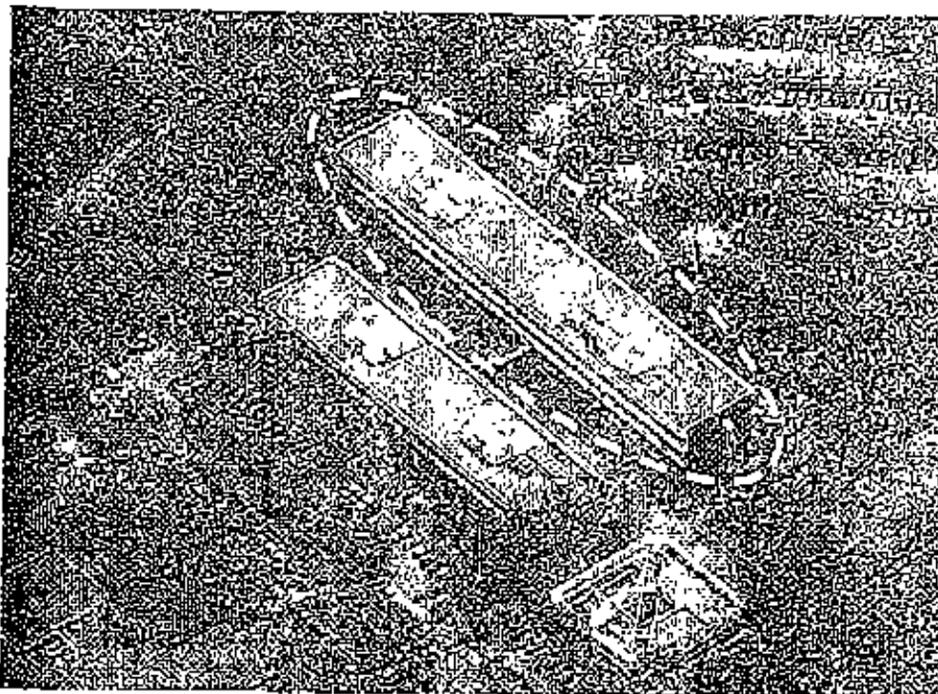


Foto 1. Vista aerea dei fronti Nord e Ovest (Fonte: www.bing.com)

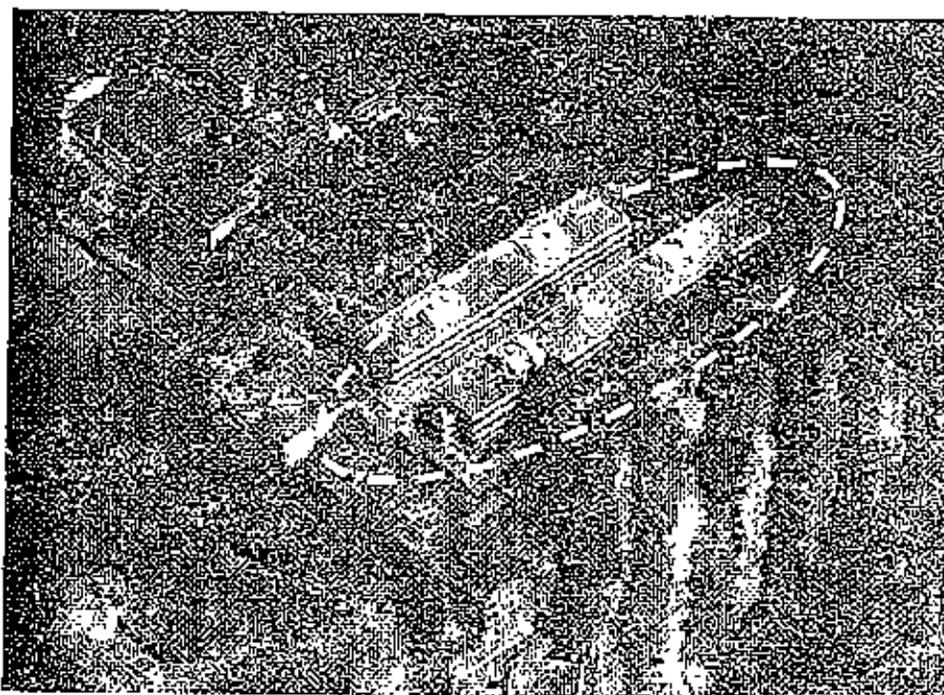


Foto 2. Vista aerea dei fronti Sud e Ovest (Fonte: www.bing.com)

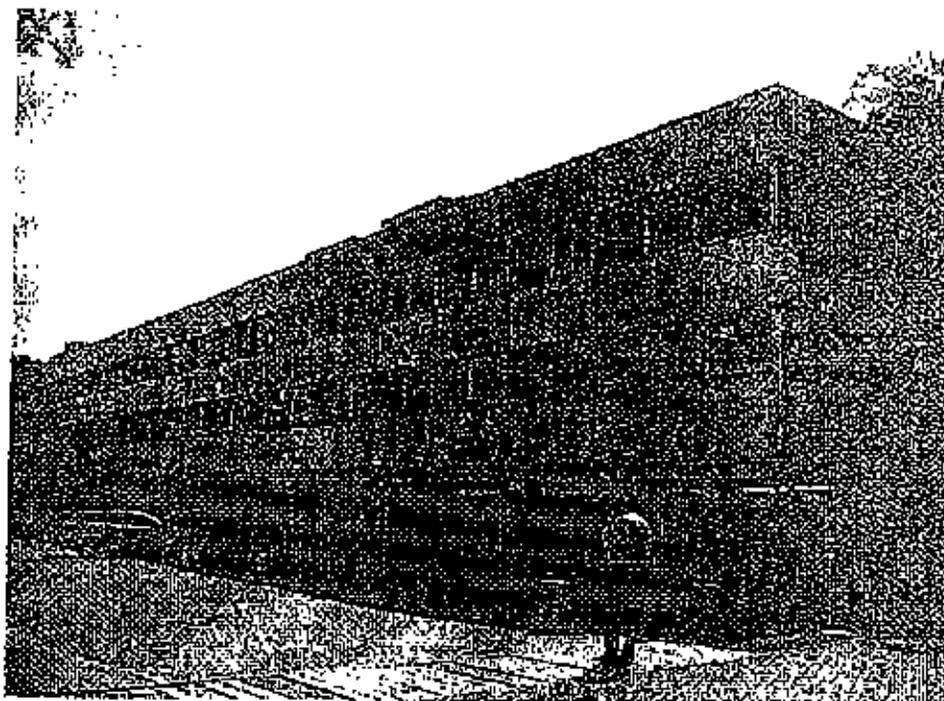


Foto 3. Prospetto principale dell'edificio.

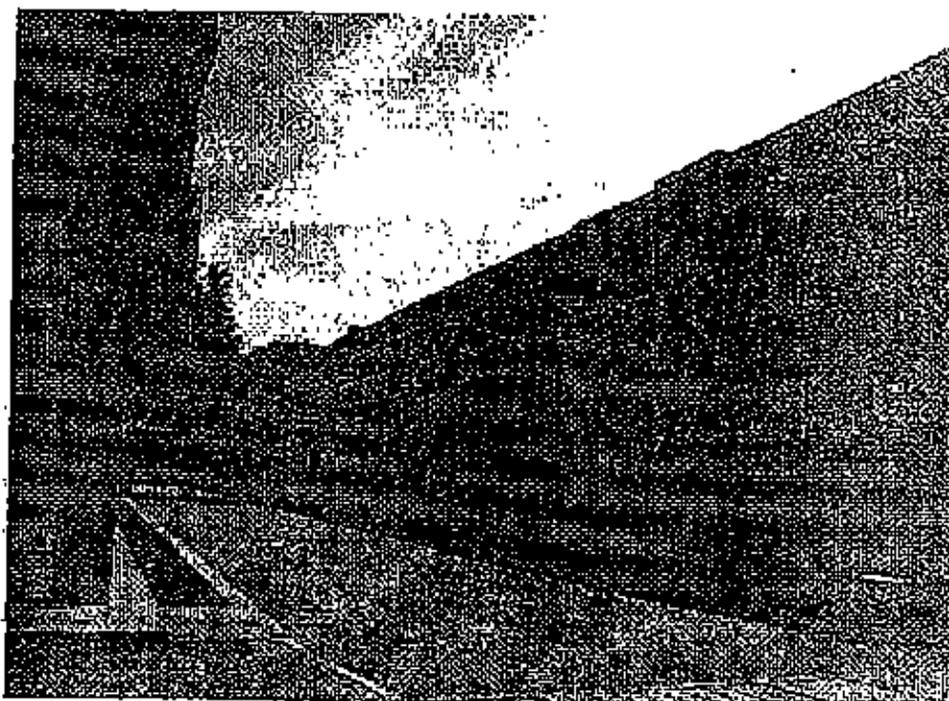


Foto 4. Prospetto principale dell'edificio.

7

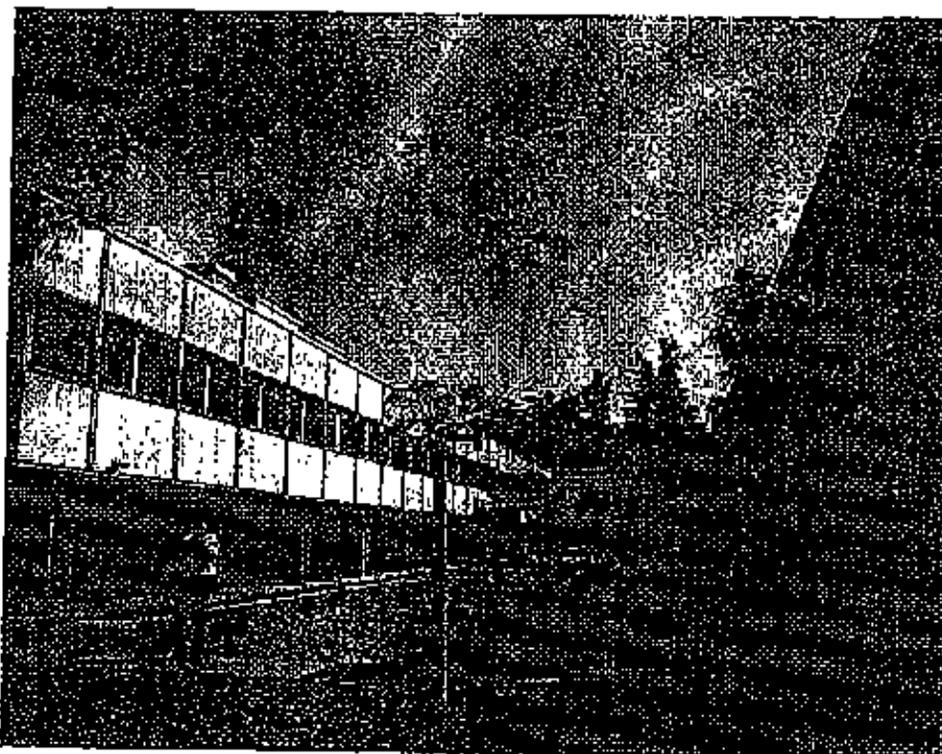


Foto 5. Vista dello spazio pubblico tra i due edifici del complesso.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare è situato nella zona Est di San Donato Milanese, comune a Sud-Est della città di Milano.

Il tessuto urbanistico della zona è contraddistinto dalla presenza di numerosi altri complessi immobiliari a uso direzionale con una tipologia edilizia di livello medio/alto adiacenti ad attività commerciali di vendita al dettaglio, a pubblici servizi e al tessuto residenziale.

Il complesso immobiliare si trova a 200 m circa dalla Strada Provinciale Paullese (SP 39) e a 1,5 km circa dall'uscita "Paullo" della Tangenziale Est di Milano dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 10,5 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 12 km circa. La stazione delle FS di "Milano - Rogoredo" dista invece 4,5 km circa.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 6,5 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 70 km circa, il capolinea della linea metropolitana milanese (MM3 stazione "San Donato") dista 1,8 km.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare, come desunto dal Rendiconto, costruito nel 2003, è composto da cinque piani fuori terra ed è caratterizzato da una pianta regolare di forma rettangolare.

Tre corpi scala con due ascensori e un montacarichi, posti nel blocco centrale dell'edificio a forma di parallelepipedo, collegano i cinque piani fuori terra.

Al piano terra trovano spazio la reception, l'ufficio posta, un auditorium di circa 100 posti e alcune sale dimostrative.

Gli uffici collocati l'uno accanto all'altro e disposti intorno al nucleo centrale - occupato da sale riunioni, da spazi di servizio, dai corpi scala e dallo sbarco degli ascensori - definiscono il piano tipo del complesso immobiliare.

Nella zona antistante i fronti Nord e Sud del complesso immobiliare vi sono ampie aree a parcheggio pubblico gratuite di pertinenza del punto vendita Metro e degli uffici e un'area a verde piantumato.

La zona all'esterno del punto vendita Metro e dei relativi uffici è ricca di parcheggi pubblici gratuiti. La sosta risulta pertanto semplice.

Il contesto circostante è caratterizzato dalla presenza di numerosi edifici a uso uffici, da alcune strutture commerciali che trattano articoli per la casa e per l'arredo, da alcuni impianti sportivi (campi da tennis, campo di calcio), da spazi a verde attrezzato e, come sopra citato, da parcheggi pubblici.

2

1

A Est del complesso immobiliare scorre il fiume Lambro e poco oltre si trova la parte terminale della pista dell'aeroporto di Linate. Di fronte si trova un punto vendita Metro.

La zona su cui sorge il complesso, dal punto di vista immobiliare, è in forte crescita; è stata rilevata infatti la presenza di numerosi edifici recenti o nuovi che sono in parte già occupati da primarie società internazionali (Daikin, Zimmer, Canon, Nationale Suisse) o in fase di commercializzazione ("Lotto 5 - parco terziario XXV Aprile" commercializzato da Jones Lang Lasalle e da Moro Real Estate).

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

• Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3. "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".

• Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Uffici e superficie commerciale pari a 6.319 mq.

• L'immobile risulta interamente concesso in locazione alla Società Metro Italia Cash & Carry spa, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 1.313.078,00 Euro e duration pari a 17,43 anni.

• Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 7,50%.
Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.

• E' stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico.

Considerata la consistente duration, il tasso di capitalizzazione da noi stimato è stato applicato direttamente al canone di locazione in corso ottenendo un valore pari a 17,51 ML di Euro circa, così calcolato:

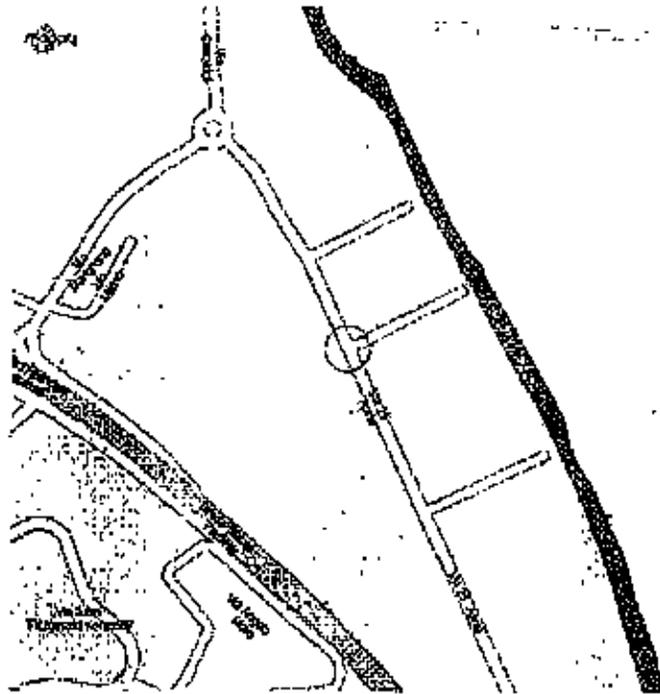
$$P_0 = OI/R = \text{Euro/anno } 1.313.078,00 / 7,50\% = \text{Euro } 17.507.706,67$$

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 17,51 ML di Euro circa.

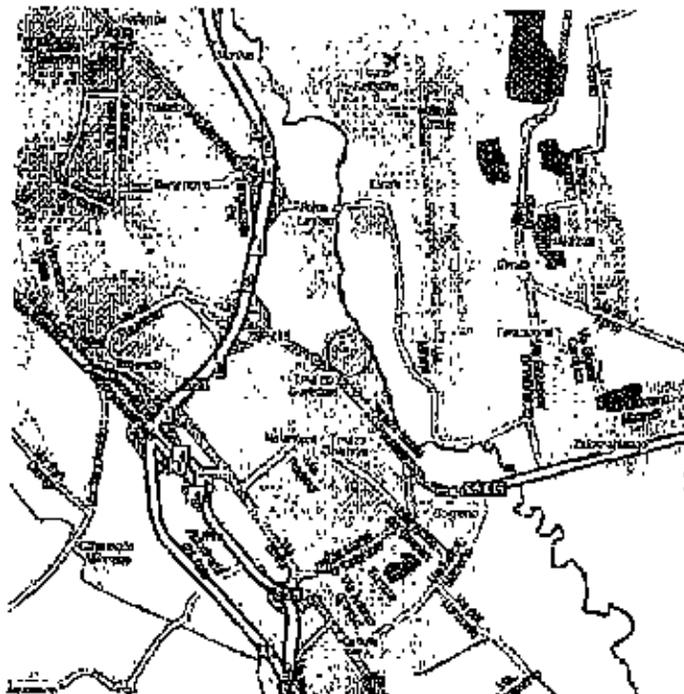
Valutazione RG

17.510.000 Euro ca.

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

4

Documentazione fotografica.

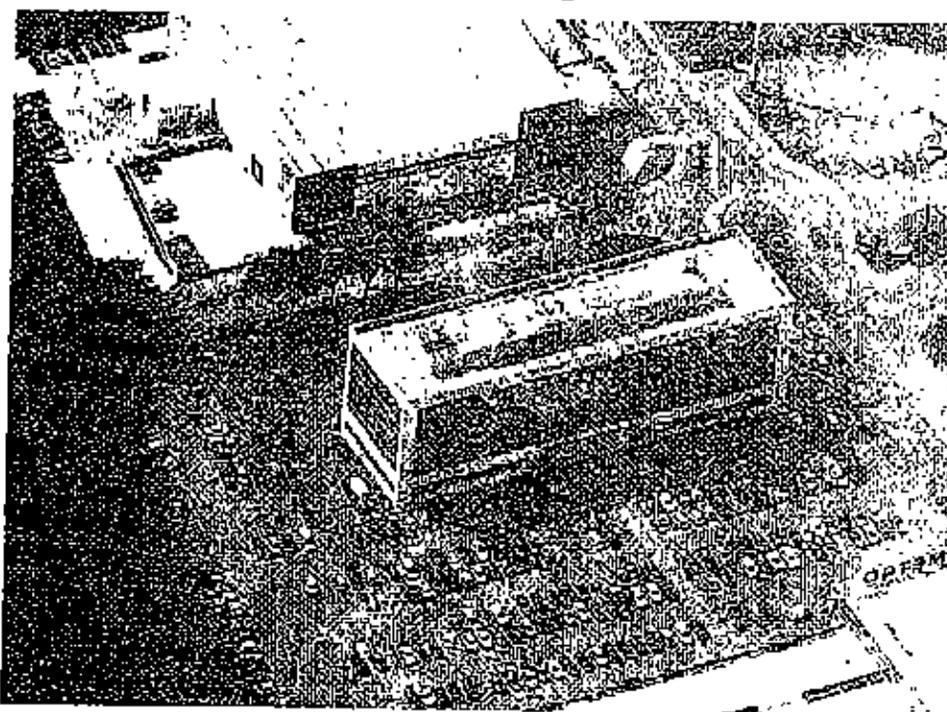


Foto 1. Vista aerea fronte Nord (Fonte: www.bing.com).

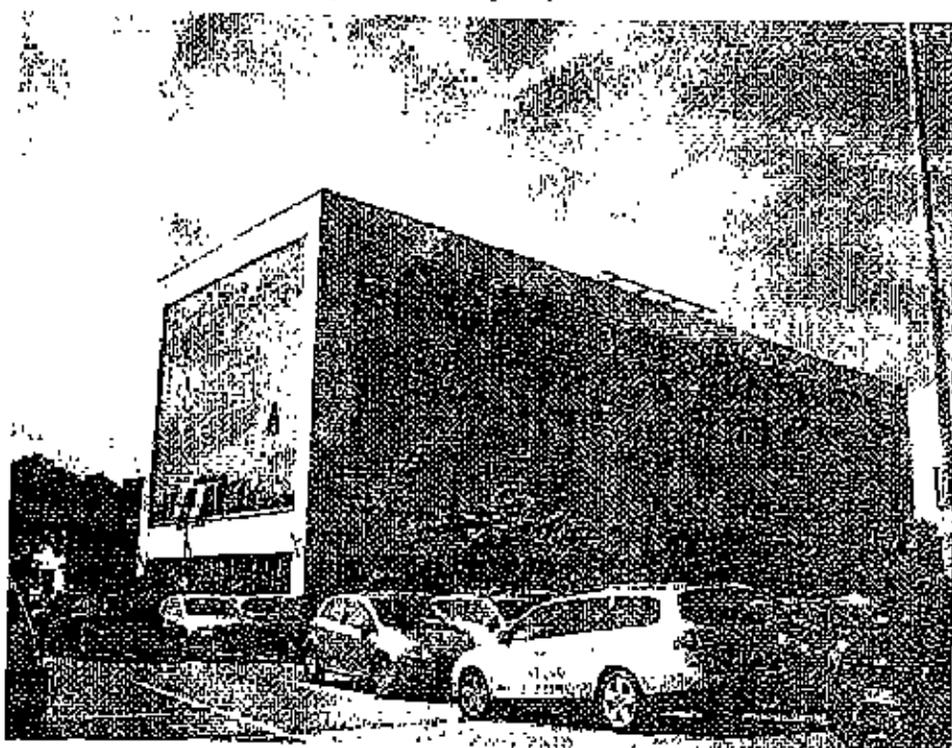


Foto 2. Prospetto principale dell'edificio verso l'area a parcheggio.

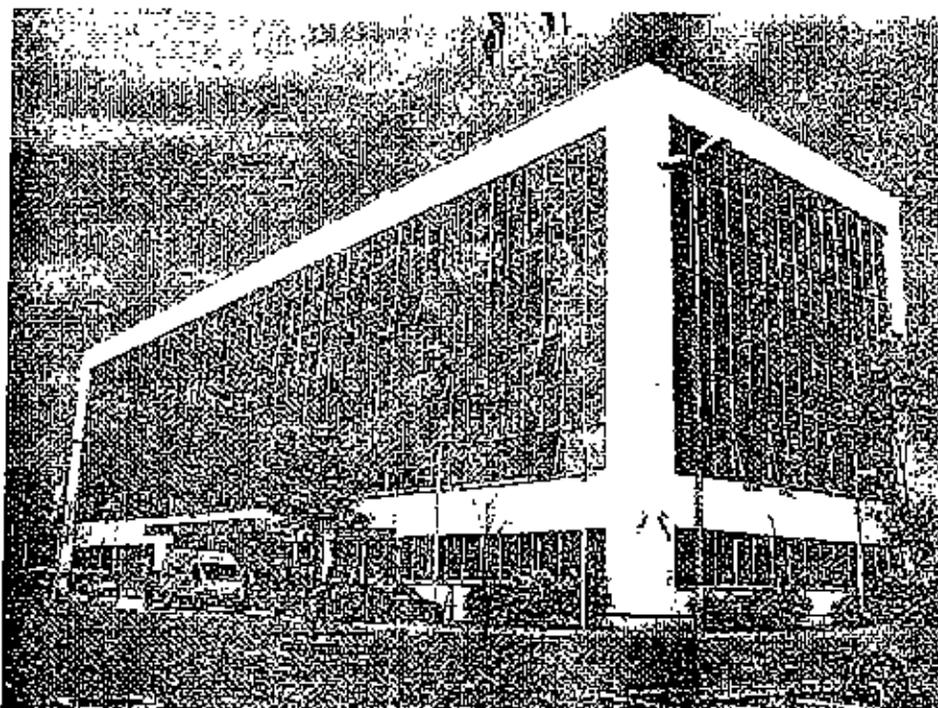


Foto 3. Prospetto secondario dell'edificio verso l'area verde.



Foto 4. Prospetto secondario dell'edificio verso l'area verde.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare, sito nella zona Sud-Ovest del centro storico della città di Torino, è inserito nella maglia urbanistica delineata fra Cinquecento e Seicento e caratterizzata da un intreccio ortogonale di strade, viali e piazze arricchite da alberature e dista 1,5 km a piedi da Piazza Castello e dal Palazzo Reale.

La vicinanza immediata di due importanti assi viari quali Corso Vittorio Emanuele II a Nord e Corso Re Umberto a Ovest e della fermata della metropolitana automatica "Re Umberto" rende l'accessibilità alla zona ottima.

Il complesso immobiliare si trova a 6 km circa sia dall'ingresso della "bretella" RA10 che collega la città di Torino all'aeroporto di Caselle e alla zona Nord dell'hinterland torinese sia dall'ingresso dell'autostrada A4-E64 "Torino - Trieste".

Il complesso immobiliare dista 600 m dalla stazione delle FS di "Torino Porta Nuova" e 17,5 km circa dall'aeroporto "Città di Torino - Caselle".

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare oggetto della presente, sito all'angolo tra le vie Magenta e Massena, è un edificio, con pianta a forma di "L", composto da sei piani fuori terra, un piano seminterrato, uno interrato e il sottotetto.

Il complesso immobiliare, risalente alla fine degli anni '60 (Fonte: Rendiconto), era stato edificato originariamente per l'uso abitativo; in seguito è stato ristrutturato e convertito a destinazione terziaria.

Entrambi gli accessi, sia quello pedonale che carrabile, si trovano su Via Magenta.

Il contesto circostante è caratterizzato dalla presenza di numerosi edifici a uso terziario e residenziale, da spazi a verde pubblico e viali alberati. Alla base degli edifici vicini sono presenti attività commerciali di vendita al dettaglio.

Nelle strade circostanti il complesso immobiliare la sosta delle auto è garantita dagli spazi a pagamento, spazi riservati ai residenti e da alcune autorimesse a pagamento presenti nelle vicinanze.

Si ritiene infine opportuno sottolineare la duplice connotazione della vicinanza del complesso immobiliare con la stazione delle FS di "Torino Porta Nuova". Tale aspetto, pur favorendo con notevole facilità i collegamenti con tutto il territorio nazionale, è negativamente condizionato dalla caratterizzazione tipica delle zone limitrofe agli scali ferroviari.

In ultimo si segnala che a pag. 17 della Semestrale viene indicato che per la struttura in oggetto sono previsti, nel corso del 2010, "interventi di varia natura e minore importanza".

NOTA INTEGRATIVA

Per la stima dell'Open Market Value è stato preso in considerazione anche l'incasso atteso dall'opzione contrattuale (opzione PUT "soggetta a condizione" a favore del FIL) indicata nel contratto di acquisto del presente bene (cfr. Rendiconto - pag. 58).

Nell'ipotesi che il conduttore (Regione Piemonte) non rinnovi il contratto di locazione, si è ipotizzato che il precedente proprietario dell'immobile (obbligato ad acquistarlo a 14,30 ML di Euro entro il 15.07.2012 nel caso in cui il conduttore comunicò la sua intenzione di non rinnovare alla naturale scadenza - 30.06.2012 - il contratto di locazione) concordò con il FIL - a titolo di transazione extragiudiziale - il pagamento di un importo pari a circa il 20% della differenza tra il valore di mercato stimato dal valutatore (pari a ca. 8,40 ML di Euro) e il valore pattuito per riacquisto dell'immobile (pari a 14,30 ML di Euro).

Attualmente non esiste la certezza che la controparte possa onorare gli impegni assunti nella sottoscrizione dell'atto di compravendita del complesso immobiliare.

A titolo di ragionevole prudenza non si ritiene opportuno azzerare l'utile provento straordinario per il FIL, bensì viene considerato il valore attualizzato di un ragionevole "extra" incasso per il FIL nell'anno 2012 ridotto (rispetto al flusso di cassa derivante dalla vendita a 14,30 ML di Euro) a seguito della transazione extragiudiziarica sopra illustrata.

Per il conteggio dettagliato degli incassi generabili da questo immobile a favore del FIL si rimanda alla Relazione di stima (cfr. pag. 8).



Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

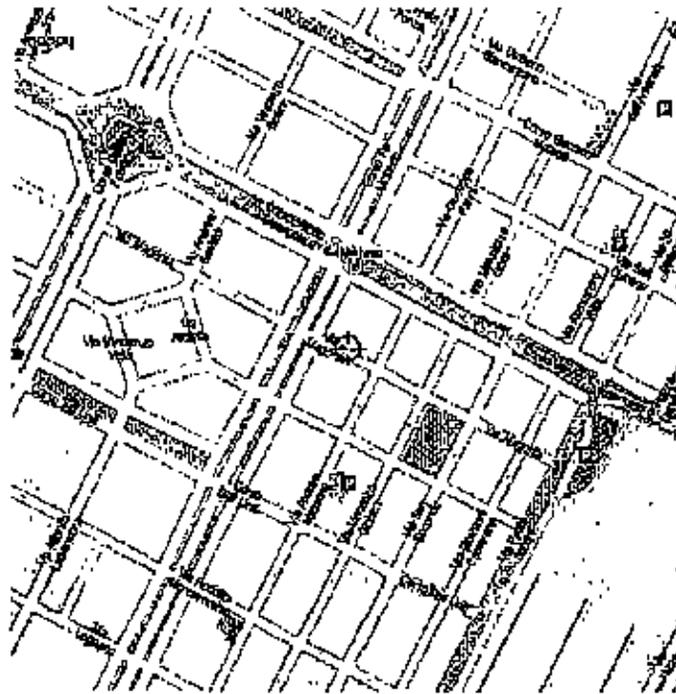
- Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3. "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".
- Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Uffici e superficie commerciale pari a 5.246 mq.
- L'immobile risulta interamente concesso in locazione alla Società Regione Piemonte, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 655.220,00 Euro e duration pari a 1,92 anni.
- Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 7,80%.
Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.
- E' stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico applicando il tasso di capitalizzazione da noi stimato al canone di locazione potenziale ottenendo un valore pari a 8,41 ML di Euro circa, così calcolato:
$$P_0 = OI/R = \text{Euro/anno } 655.750,00 / 7,80\% = \text{Euro } 8.407.051,28$$

Poiché la differenza tra canone effettivo e canone potenziale risulta ridotta non viene considerata nella stima del presente complesso immobiliare e non viene effettuato alcun agglustamento ai fini della stima del Valore di Mercato.
- Al valore di cui sopra dovrà essere sommato l'importo (S1) relativo agli incassi attesi dall'opzione contrattuale (cfr. pag. 8 della relazione) pari a 1.116.700,00.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 9,52 ML di Euro circa.

	Valutazione RG	9.520.000 Euro ca.
---	----------------	--------------------

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

4

Documentazione fotografica.

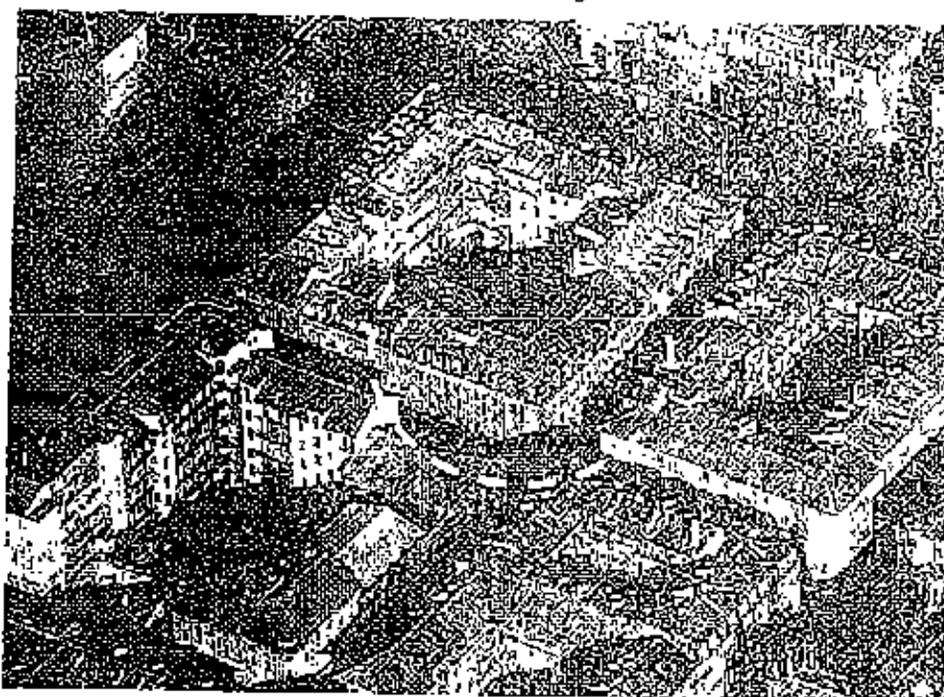


Foto 1. Vista aerea fronte Sud (Fonte: www.blng.com)

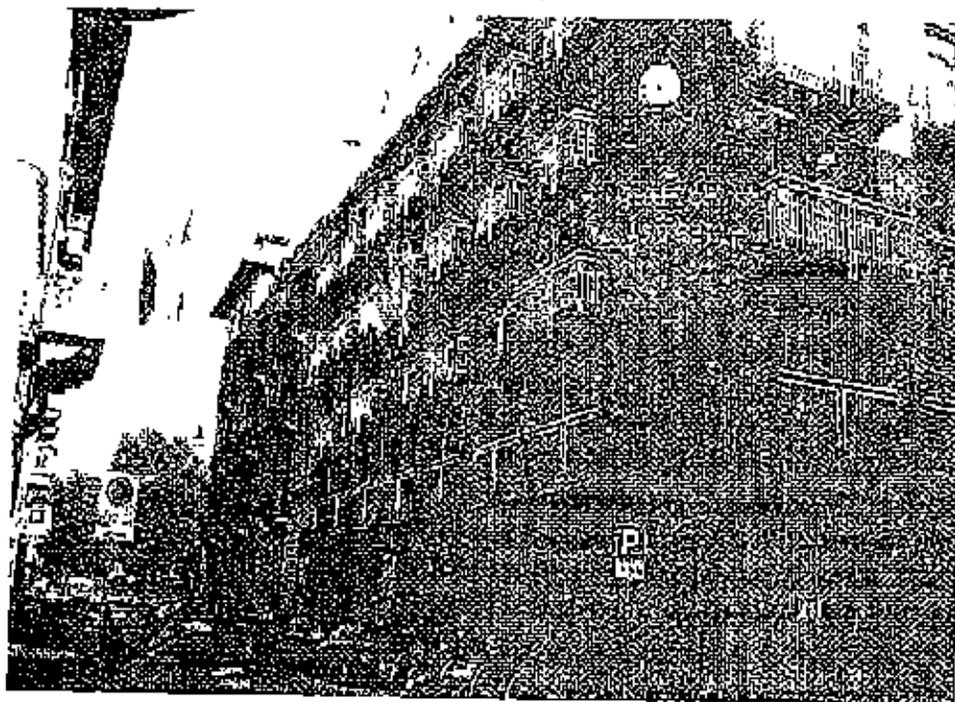


Foto 2. Prospetto principale dell'edificio - fronte Sud.

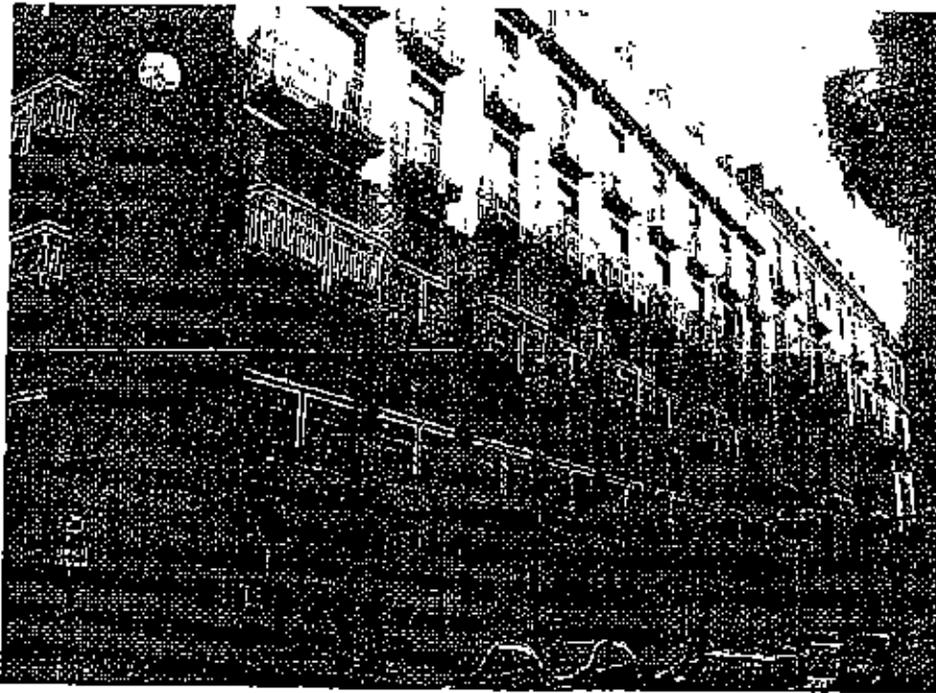


Foto 3. Prospetto laterale dell'edificio - fronte Est.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare è sito nella porzione orientale del quartiere EUR, periferia Sud di Roma.

La zona in cui sorge il complesso immobiliare si sviluppa tra gli assi viari della Via Laurentina e della Via di Vigna Murata, quasi a baricentro tra il G.R.A. (Grande Raccordo Anulare) e il centro storico della capitale con immediato accesso sia dal centro che dalla periferia.

Il complesso immobiliare, sotto il punto di vista del servizio pubblico, è raggiungibile sia mediante gli autobus di linea dell'ATAC sia dalla Linea B della metropolitana che si trova a 1,5 km circa - stazione "Laurentina".

In particolare il complesso immobiliare si trova a 5 km circa dall'uscita n. 25 del GRA - "Roma Eur", a 10 km circa dalla stazione delle FS di "Roma Termini" e a 25 km circa dall'aeroporto "Fiumicino - Leonardo da Vinci".

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare oggetto della presente è costituito da due distinti corpi di fabbrica (un corpo principale e un corpo accessorio) che sorgono all'interno della medesima area privata delimitata da una recinzione metallica.

Da quanto si è potuto appurare in fase di sopralluogo il corpo principale, caratterizzato da una pianta ad arco, si sviluppa parallelamente a Via Paolo di Dono su sette livelli fuori terra (oltre a un ottavo livello, rientrante rispetto al profilo di facciata, e un ultimo piano presumibilmente di soli volumi tecnici)¹ e un piano interrato. I piani fuori terra sono a destinazione terziaria mentre l'interrato è destinato a magazzini e locali tecnici.

Il fronte del corpo principale si affaccia su Via Paolo di Dono, dove si trovano alcuni posti auto scoperti oltre a posti moto, e occupa il tratto delimitato dagli incroci con le vie Duccio da Buoninsegna e Pisano. La facciata posteriore prospetta su un'area scoperta custodita a uso parcheggio privato sulla quale è stato edificato il corpo accessorio, a pianta rettangolare (non visionato nel corso del sopralluogo). Tale edificio si sviluppa su tre livelli ed è destinato ad autorimessa.

Gli edifici dispongono di ingressi pedonali indipendenti e, come è stato possibile osservare in loco in fase di sopralluogo, il complesso immobiliare è inoltre dotato di due ingressi carrai (il principale, con accesso sorvegliato presso via Duccio da Buoninsegna, e quello di servizio, su via Pisano).

¹ Si segnala che la descrizione inserita nel Rendiconto del Fondo e nello Semestrale fa riferimento solamente a sette livelli fuori terra e un piano interrato.

Il complesso immobiliare è stato edificato nel 1978 come indicato nel Rendiconto e, come riportato nel medesimo documento alle pagg. 22 e 23, nel corso del 2009 è stato oggetto da parte del Fondo di alcune opere di manutenzione straordinaria e in particolare:

- adeguamento normativo e funzionale degli impianti tecnologici (impianti elettrici, di condizionamento e meccanici);
- riqualificazione delle componenti edilizie e delle finiture interne ed esterne (pareti mobili, infissi, nuova pavimentazione e altri interventi di restyling generale del lay-out dell'immobile). In particolare in sede di sopralluogo si conferma che le facciate appaiono oggetto di un recente intervento di riqualificazione.

A pag. 17 della Semestrale è indicato inoltre che per l'immobile in oggetto sono previsti, nel corso del 2010, alcuni "interventi di varia natura e minore importanza".

Il contesto urbano circostante è caratterizzato da edifici a destinazione terziaria e residenziale. Presso le vie Paolo di Dono, Duccio da Buoninsegna, Simone Martini e Alessio Baldovinetti sono presenti infatti:

- edifici prevalentemente di tipo residenziale, caratterizzati dalla presenza di negozi al piano terra con un'elevata concentrazione di agenzie bancarie (Intesa San Paolo, etc.);
- alcuni importanti complessi a uso direzionale, in parte nuovi (sede IFAD, *International Fund for Agricultural Development* - di recentissima costruzione, in Via Paolo di Dono 44) o recentemente ristrutturati (sede romana di Unilever, Via Paolo di Dono, 9) e in parte già esistenti (sede romana di SAP, Via Paolo di Dono, 73). Si precisa a tale proposito che i suddetti uffici dispongono di parcheggio interno e/o autorimessa interrata (Unilever e IFAD in particolare, con accesso da Via Paolo di Dono).

Infine si segnala che nelle vicinanze sono presenti anche terreni ineditati.

Nelle strade circostanti il complesso immobiliare oggetto della presente la sosta delle auto è consentita in alcuni spazi a pagamento e/o riservati ai residenti o ai veicoli autorizzati. In linea di massima tuttavia il parcheggio è abbastanza difficoltoso, in orario di ufficio le aree - anche quelle a pagamento - sono completamente occupate.



2

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

- Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3, "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".
- Il bene oggetto di valutazione è un immobile ciclo-terra con destinazione d'uso prevalente Uffici e superficie commerciale pari a 9.973 mq.
Si segnala a tal proposito che la superficie commerciale qui indicata pari a 9.973 mq. (cfr. la Scheda della Semestrale a pag. 23) differisce da quella indicata nel Rendiconto (pari a 10.252 mq.).
- L'immobile risulta interamente concesso in locazione alla Società ENI spa, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 2.800.542,00 Euro e duration pari a 13,03 anni.
- Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 7,30%.
Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.
- E' stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico.
Considerata la consistente duration, il tasso di capitalizzazione da noi stimato è stato applicato direttamente al canone di locazione in corso ottenendo un valore pari a 38,36 ML di Euro circa, così calcolato:
$$P_0 = CI/R = \text{Euro/anno } 2.800.542,00 / 7,30\% = \text{Euro } 38.369.589,04$$

* * *

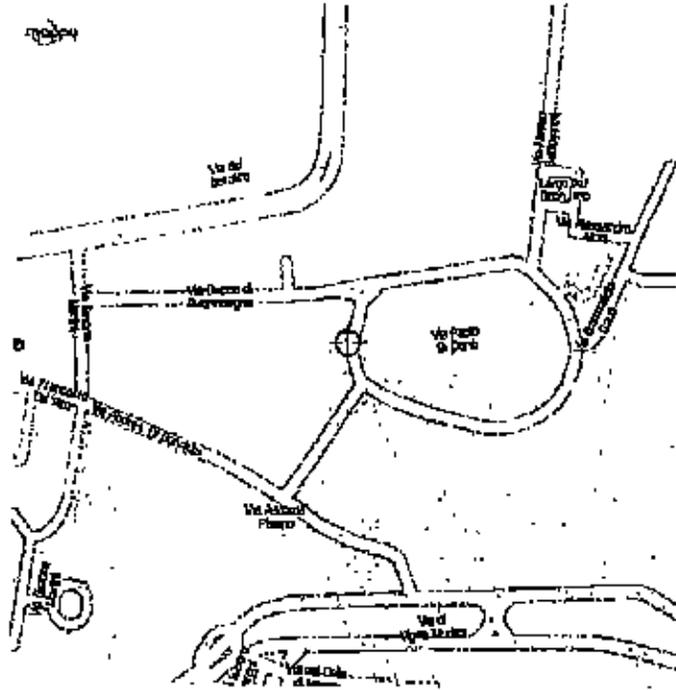
Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 38,36 ML di Euro circa.

Valutazione RG

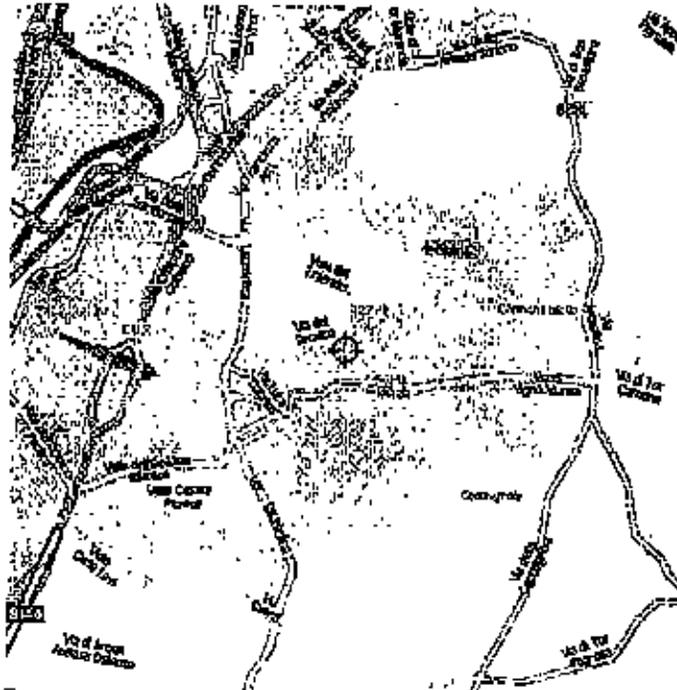
38.360.000 Euro ca.

3

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

Documentazione fotografica.

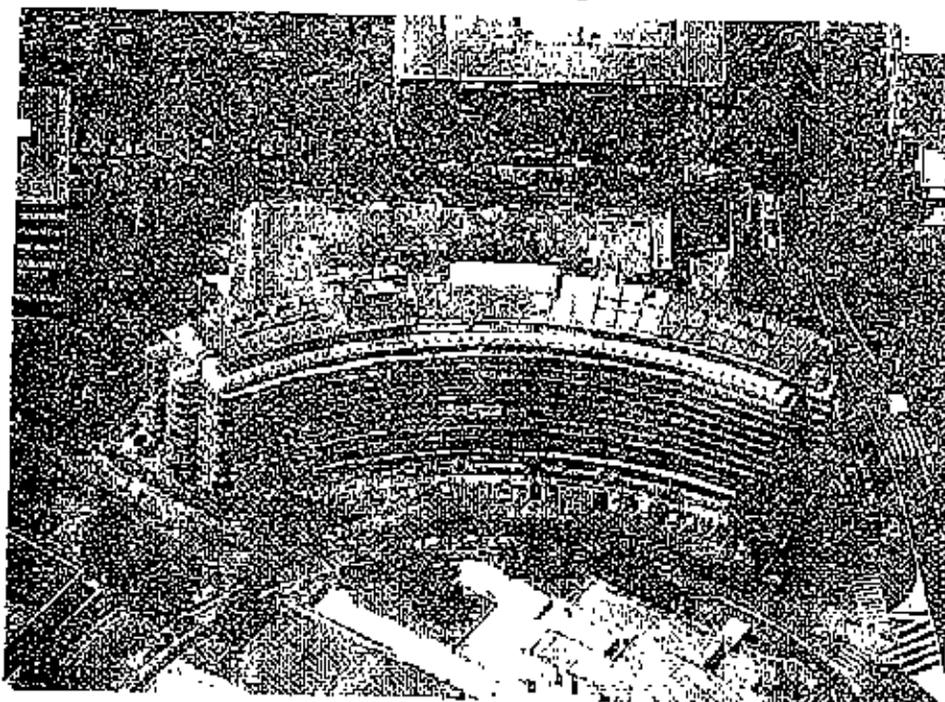


Foto 1. Vista aerea fronte Est (Fonte: www.bing.com).

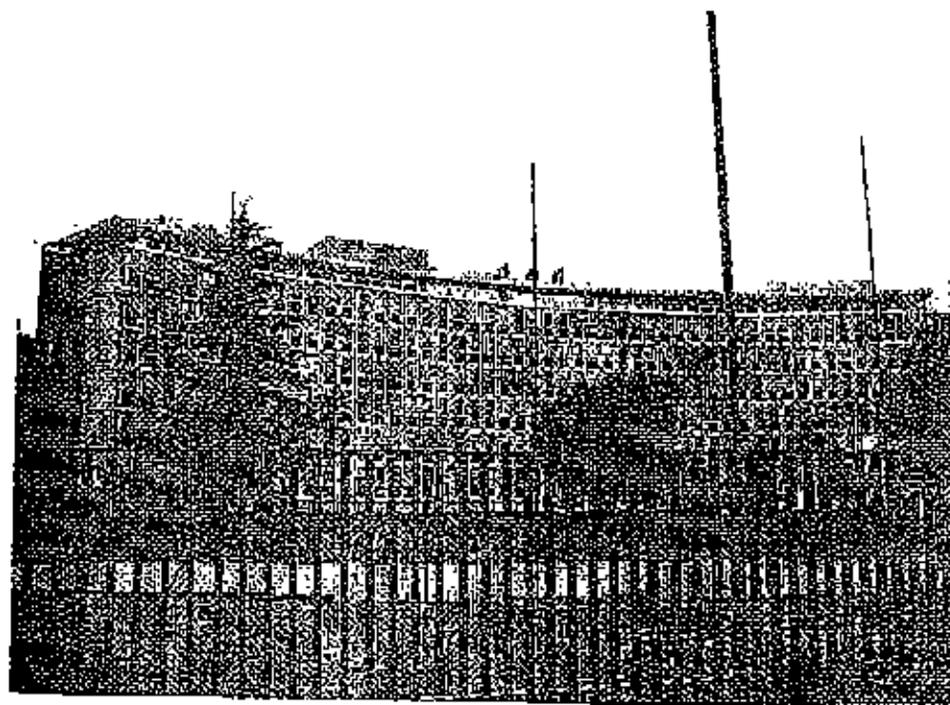


Foto 2. Prospetto principale dell'edificio.

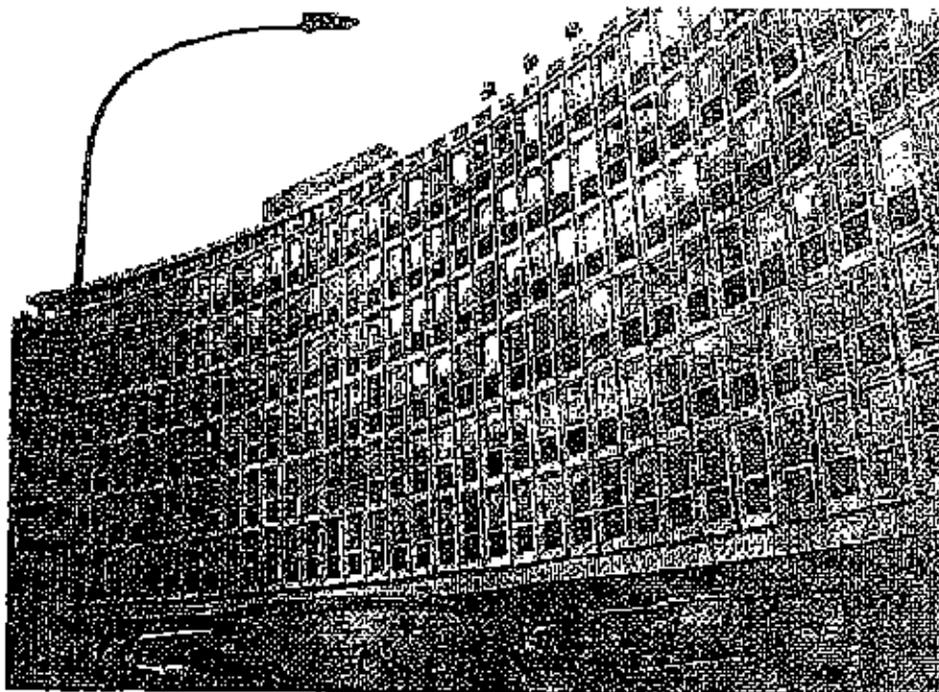


Foto 3. Prospetto principale dell'edificio.

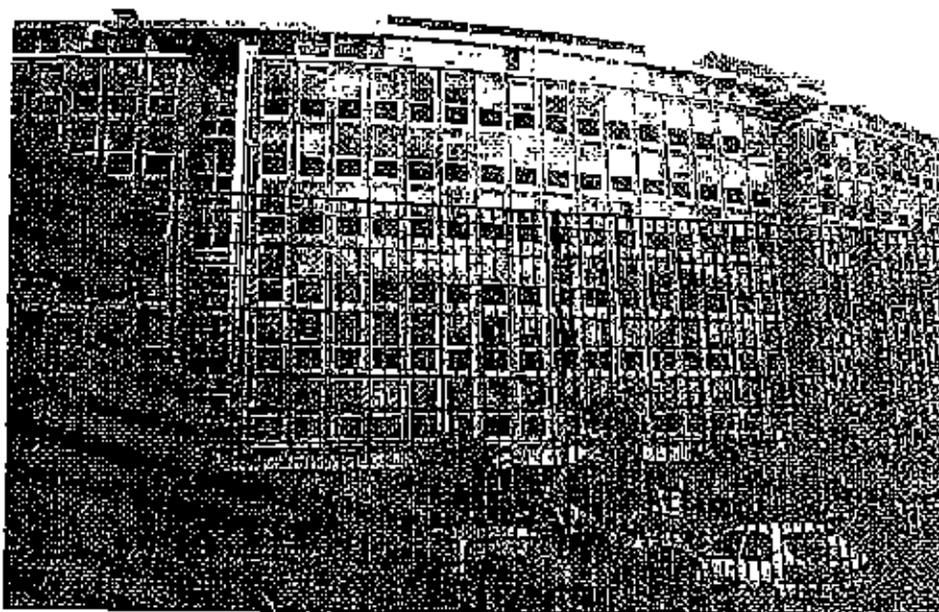


Foto 4. Prospetto posteriore dell'edificio.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare è situato nella periferia Sud-Est della città di Milano, in un contesto urbano caratterizzato da differenti tipologie edilizie risalenti a varie epoche con molteplici destinazioni d'uso quali, a esempio, capannoni e laboratori, attività artigianali, strutture ricettive ed edifici a uso residenziale di recente costruzione.

I mezzi pubblici di superficie che transitano nelle adiacenze e la vicinanza della circonvallazione esterna della città garantiscono una buona accessibilità al complesso immobiliare.

Il complesso immobiliare dista 2 km circa dall'imbocco della Tangenziale Est di Milano (uscita "Famagosta"), dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 8 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 6 km circa.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 10 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 65 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare, che si sviluppa su tre piani fuori terra - a destinazione commerciale e direzionale - e uno interrato - a destinazione autorimessa, è caratterizzato da una pianta di forma rettangolare ed è composto da due unità a uso commerciale site al piano terreno e primo: un negozio di scarpe e accessori (Scarpe&Scarpe che occupa il piano terra e primo collegati da una scala mobile) e un discount alimentare (Penny Market, che si sviluppa solo al piano terra). Il secondo piano è occupato da uffici (CFP Unione Artigiani, Fondazione L. Clerici, Centro di Formazione Professionale dell'Unione Artigiani) e da un negozio di tipo "outlet" di ottica.

Nella parte prospiciente il complesso immobiliare si trova un'area verde alberata e un parcheggio pubblico scoperto con relativa viabilità interna.

Il complesso immobiliare, edificato nel 2002 (fonte: Rendiconto), si presenta in buono stato manutentivo; da quanto si è potuto appurare in fase di sopralluogo, la finitura interna dei negozi (Scarpe&Scarpe e Penny Market) è discreta.

Come indicato a pag. 23 del Rendiconto nel corso del 2009 il Fondo ha effettuato alcune opere di manutenzione straordinaria e in particolare "interventi funzionali e normativi degli impianti nonché redistribuzione degli spazi comuni con particolare attenzione alla fruibilità dei conduttori".

A pag. 17 della Semestrale è indicato inoltre che per la struttura in oggetto sono previsti "vari interventi per adeguamenti anche funzionali degli impianti antincendio" finalizzati all'aggiornamento del Certificato di Prevenzione Incendi per un importo pari a circa 529.000 Euro. Sempre nella medesima nota si precisa che il Fondo si è attivato direttamente per l'ottenimento del CPI subentrando nell'iter della pratica aperta a suo tempo dalla Parte Venditrice e integrando i relativi documenti in funzione delle nuove esigenze funzionali sorte. Parte della spesa sarà coperta dalle garanzie rilasciate dall'allora Parte Venditrice così come indicato nell'Atto di Compravendita.

A Sud, nella proprietà confinante con il complesso immobiliare in oggetto, è attualmente presente un cantiere per la riqualificazione/nuova costruzione di unità immobiliari a uso residenziale. Tale riqualificazione coinvolge edifici a destinazione industriale ora dismessi.

La zona circostante è caratterizzata dalla presenza di un tessuto urbano misto, residenziale, commerciale, direzionale.

Le strade in prossimità del complesso immobiliare sono caratterizzate dalla presenza di un'ampia disponibilità di parcheggi pubblici gratuiti. Ciò rende la sosta agevole.

NOTA INTEGRATIVA

Nel caso del complesso immobiliare in oggetto si è tenuta in considerazione la particolare situazione del conduttore Scarpe&Scarpe con il quale il Fondo ha provveduto a rivedere gli accordi (cfr. pag. 22 del Rendiconto) e stipulare un nuovo contratto di locazione in data 29.07.09 (con decorrenza 01.08.09 e durata 9+6 anni) con canone a regime di Euro 453.000,00 ma scalettato per i primi due anni (per il primo anno il canone di locazione è stato ridotto a Euro 260.000,00 e per il secondo anno a Euro 350.000,00 - cfr. Rendiconto per dettagli).

Ai fini della stima del Valore di Mercato si è assunto che il canone annuo di Euro 776.165,00 - in quanto "fotografia" ¹ al 30.06.2010 - abbia effettivamente recepito la riduzione di canone prevista dal contratto di locazione.

Per il calcolo del canone complessivo a regime si è proceduto nel modo delineato nel seguito. Dal canone annuo (relativo al 2010) pari a Euro 776.165,00 (riportato nella Scheda della Semestrale a pag. 27) è stato dedotto il canone corrisposto dal conduttore Scarpe&Scarpe per il 2010 (pari a Euro 297.499,00² al netto delle variazioni ISTAT) al fine di calcolare il canone corrisposto dagli "altri conduttori" (pari a Euro 478.665,00 = Euro 776.165,00 - Euro 297.499,00).

Al canone corrisposto dagli "altri conduttori" (pari a Euro 478.665,00 al netto delle variazioni ISTAT) è stato addizionato il canone che verrà corrisposto a regime da Scarpe&Scarpe (pari a Euro 453.000,00).

Pertanto il canone a regime per il complesso immobiliare in oggetto - nell'ipotesi che non intervengano ulteriori "contrattazioni (al ribasso)" di canone da parte degli "altri conduttori" - risulta pari a Euro 931.665,00 (= Euro 478.665,00 + Euro 453.000,00).

Al fine del calcolo dell'Open Market Value al 31.07.2010 è stato dedotto l'effetto del canone scalettato - relativo al secondo anno di scalettatura - come indicato nel seguito.

¹ Si riporta a tale proposito la nota indicata nelle Schede in relazione al "Canone annuo": "il valore degli affitti è calcolato sulla base del canone annualizzato risultante dai contratti in essere al 31.12.2009"

² L'ammontare del canone corrisposto per il 2010 da Scarpe&Scarpe è stato così calcolato: 7 mesi (da gennaio a luglio) per l'importo della prima scalettatura (Euro 260.000,00 / 12 mesi = Euro 21.666,00 ca. al mese x 7 mesi) pari a Euro 151.666,00 oltre a 5 mesi (da agosto a dicembre) per l'importo della seconda scalettatura (Euro 350.000,00 / 12 mesi = Euro 29.166,00 ca. al mese x 5 mesi) pari a Euro 145.833,00.

La presente valutazione tiene inoltre cautelativamente in considerazione anche la situazione urbanistico/edilizia del bene con particolare riferimento al tema di un cambio d'uso emerso dalla lettura dell'elenco dei documenti citati nell'ultimo atto traslativo attraverso il quale il Fondo ha acquisito l'immobile.

In particolare si segnala che:

- durante l'anno 2002 la precedente proprietà ha presentato due comunicazioni per cambio d'uso (da industriale) a commerciale (per circa 1.250 mq complessivi: 256,98 mq la prima comunicazione e 992,95 mq la seconda) presumibilmente senza la dovuta corresponsione di oneri di urbanizzazione, contributo al costo di costruzione e oneri per monetizzazione di standard. Tali oneri sono obbligatori per questa tipologia di cambio di destinazione d'uso: risulta quindi opportuno approfondire la tematica del cambio di destinazione d'uso che ha interessato i piani terra e primo³ per la rettifica della quale nel 2002⁴ era stato stimato un importo pari a circa 320.000,00 Euro esclusa ogni altra voce di costo (ad es. le sanzioni elevabili da parte della P.A.). Va in ultimo segnalato che a partire dal 2006 il Comune di Milano ha maggiorato significativamente questi oneri: è ragionevole pertanto prevedere un onere futuro potenziale pari almeno a Euro 400.000,00. Si ricorda a tal proposito che gli illeciti urbanistici hanno natura permanente (non sono soggetti cioè a prescrizione);
- relativamente al cambio d'uso - di cui al punto precedente - si ricorda che gli immobili commerciali sono anche obbligati a conferire una quota di standard molto superiore rispetto a quella dell'industria: occorre pertanto prestare attenzione anche alla dotazione esistente di standard al fine di appurare che risponda alla dotazione dovuta (specialmente in termini di parcheggi).

³ È stato rilevato un ulteriore cambio di destinazione d'uso (da produttivo) a uffici per il piano secondo: tale cambio di destinazione d'uso risulta però legittimato da una DIA presentata nel maggio 2003 che presumibilmente ha contemplato la corresponsione dei dovuti oneri.

⁴ Anno in cui la scrivente ha approfondito inizialmente la situazione urbanistico/edilizia dell'immobile in oggetto.

 3



Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

• Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3. "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".

• Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Commerciale e superficie commerciale pari a 8.535 mq.

• L'immobile risulta interamente concesso in locazione alle Società Billa, Scarpe & Scarpe, Fondazione Clerici, CFP Unione Artigiani, Errebi Service sas, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 931.665,00 Euro e duration pari a 8,02 anni.

• Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 8,40%.

Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.

• È stata condotta la stima del valore di mercato del complesso immobiliare con criterio reddituale sintetico.

Considerata la consistente duration, il tasso di capitalizzazione da noi stimato è stato applicato direttamente al canone di locazione effettivo a regime - calcolato come illustrato in precedenza - ottenendo un valore pari a 11,09 ML di Euro circa, così calcolato:

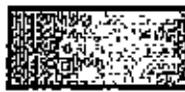
$$P_0 = OI/R = \text{Euro/anno } 931.665,00 / 8,40\% = \text{Euro } 11.091.250,00$$

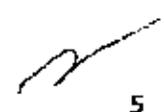
Si segnala a tal proposito che è stato ipotizzato un canone effettivo a regime (dall'8/2011) pari a quello registrato al 30.06.2010 implementato dalla differenza "positiva" generata dal "canone scalettato" come definito nel contratto di locazione rinegoziato con uno dei conduttori (Scarpe&Scarpe).

• Al valore di cui sopra dovrà essere dedotto l'importo (S1) relativo all'effetto del canone scalettato, così come desunto dal Rendiconto, pari a 103.000,00 Euro.

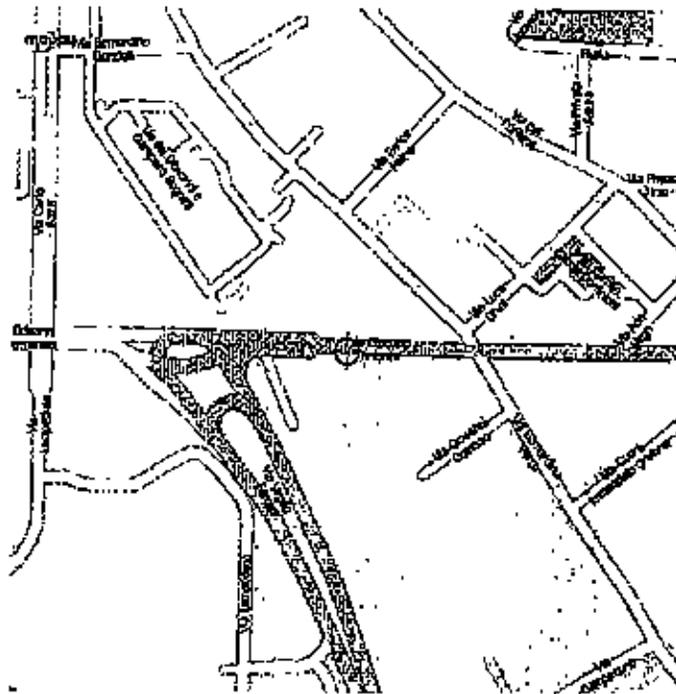
• Al valore di cui sopra dovrà inoltre essere dedotto l'importo (S2) relativo all'incertezza inerente la tematica urbanistica precedentemente illustrata e pari a 400.000,00.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 10,59 ML di Euro circa.

	Valutazione RG	10.590.000 Euro ca.
---	----------------	---------------------



Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

Documentazione fotografica.

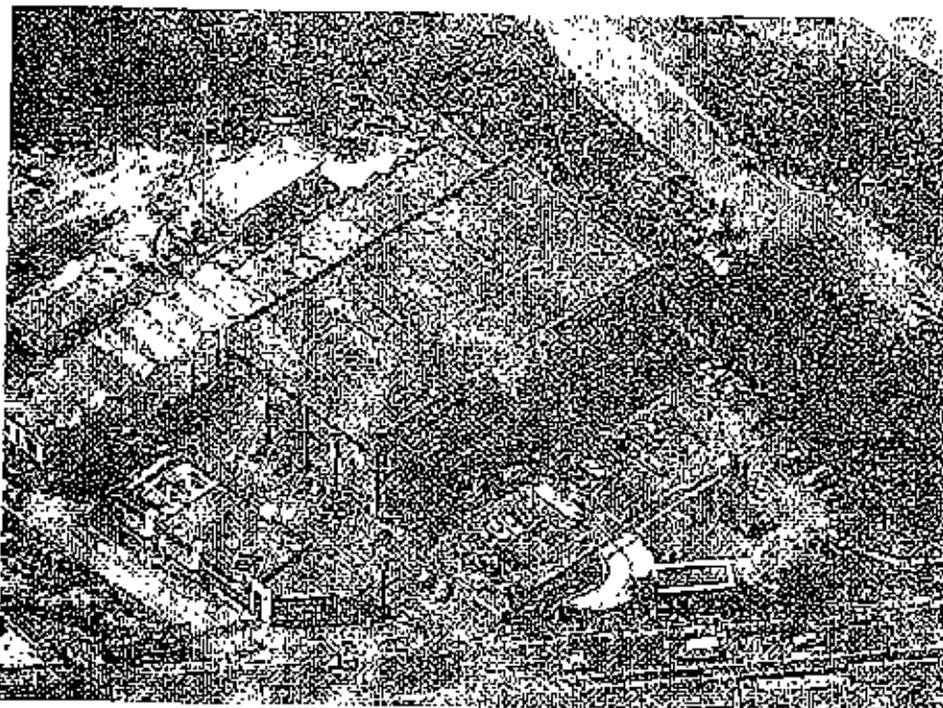


Foto 1. Vista aerea fronte Nord (Fonte: www.bing.com).

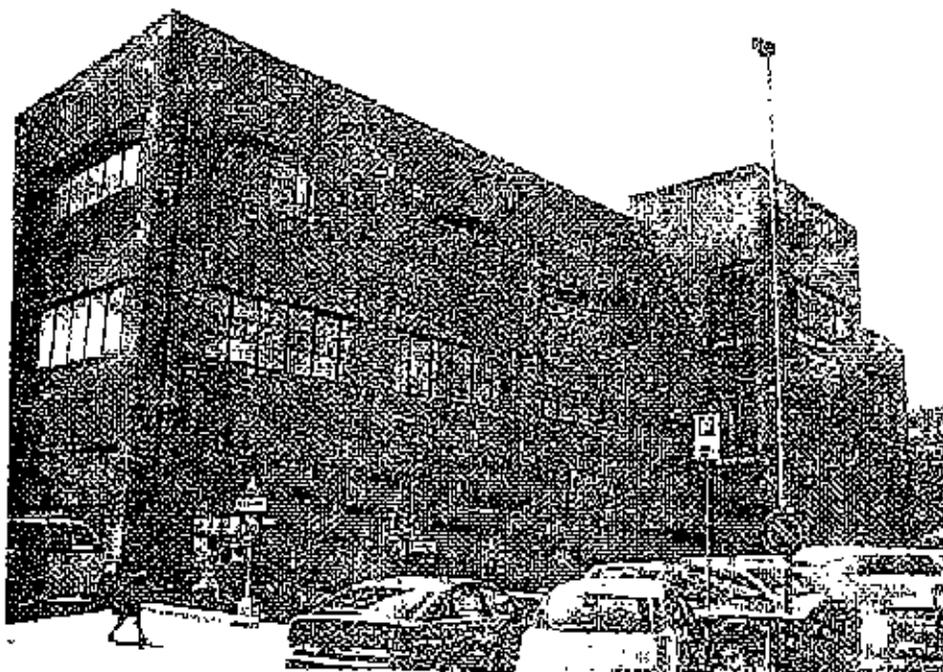


Foto 2. ingresso principale dell'edificio.



Foto 3. Prospetto principale dell'edificio verso l'area a parcheggio.

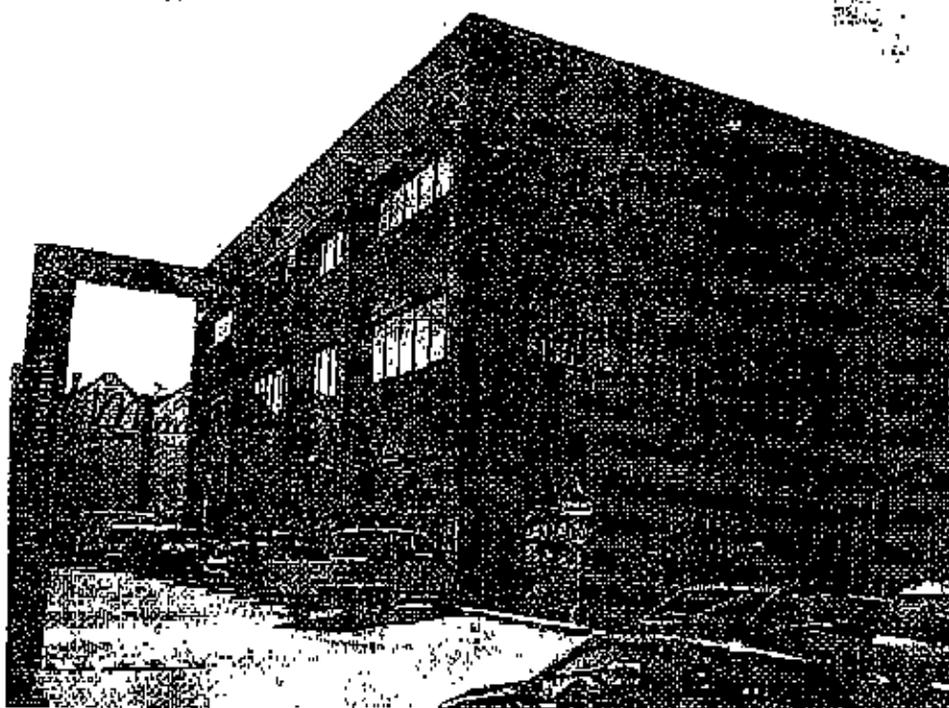


Foto 4. Prospetto secondario dell'edificio verso la viabilità interna.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare è situato nella periferia Sud-Ovest del Comune di Pregnana Milanese - comune posto a Nord-Ovest della città di Milano - adiacente all'Autostrada A4-E64 "Torino - Venezia" e alla linea ferroviaria delle Ferrovie dello Stato dell'Alta Velocità.

A seguito dei lavori di realizzazione di nuove strade e svincoli l'accessibilità del complesso immobiliare ha tratto un significativo beneficio; il complesso immobiliare è infatti ora a circa 3 km dall'Ingresso dell'autostrada A4 dalla quale - tramite la rete viaria delle tangenziali - è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Vanzago" dista 4,5 km circa, l'aeroporto di "Milano - Linate" dista 37 km circa e quello di "Milano - Malpensa" 40 km circa.

DESCRIZIONE

Il bene oggetto della presente è un complesso immobiliare adibito all'attività di stoccaggio di merci; le aree di pertinenza sono destinate in parte a spazi di manovra, a spazi di sosta e a verde.

Il complesso immobiliare, caratterizzato da una pianta irregolare; si sviluppa su un piano fuori terra. Solamente una piccola porzione - nella quale sono presenti gli spazi a uso ufficio - si sviluppa su due piani.

Il complesso immobiliare è stato costruito nel 1975 (fonte: Rendiconto) con una struttura prefabbricata realizzata da pilastri su fondazioni dirette in calcestruzzo di cemento armato.

Come riportato nel Rendiconto lo stato di conservazione e di manutenzione del complesso immobiliare è, complessivamente, discreto a eccezione del corpo uffici realizzato nel 2004 il cui stato d'uso è più che buono (fonte: Rendiconto). Per quello che si è potuto desumere dal sopralluogo effettuato si conferma, solamente per la parte esterna, lo stato discreto del complesso immobiliare.

L'ingresso principale al complesso immobiliare è in Via Brughiera.

Come indicato a pag. 23 del Rendiconto nel corso del 2009 il Fondo ha effettuato alcune opere di manutenzione straordinaria e in particolare interventi di bonifica ambientale.

A pag. 17 della Semestrale si fa riferimento alla realizzazione delle attività previste per il rifacimento dei piazzali e per la sostituzione di parte degli infissi di copertura per un importo complessivo pari a 229.000 Euro.

Il complesso immobiliare è situato in un contesto a carattere extra-urbano a edificazione solo parziale con la presenza di edifici a uso prevalentemente logistico e industriale; alcuni dismessi, altri in attività (stabilimento Artemide).

Le aree non edificate sono destinate principalmente alle attività agricole.

 1

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

• Ai fini della seguente valutazione si assumono i dati e le informazioni sopra indicati ai precedenti paragrafi e quanto riportato al capitolo 3. "Stima del patrimonio immobiliare del Fondo".

• Il bene oggetto di valutazione è un immobile cielo-terra con destinazione d'uso prevalente Magazzino e superficie commerciale pari a 10.674 mq.

• L'immobile risulta interamente concesso in locazione alla Società Pentair Water Italy srl, con canone annuo aggiornato all'attualità pari a 560.406,00 Euro e duration pari a 1,96 anni.

• Il tasso di capitalizzazione (CAP RATE) da noi stimato risulta pari a 8,40%.
Si ritiene infatti che tale tasso di capitalizzazione sia congruo, in relazione all'ubicazione, alla dimensione e alla qualità dell'immobile, all'andamento del mercato negli ultimi mesi e alle aspettative circa l'andamento del mercato immobiliare in zona dei prossimi anni.

• E' stata condotta la stima del valore di mercato dei singoli immobili con criterio reddituale sintetico applicando il tasso di capitalizzazione da noi stimato al canone di locazione potenziale ottenendo un valore pari a 6,10 ML di Euro circa, così calcolato:

$$P_0 = OI/R = \text{Euro/anno } 512.352,00 / 8,40\% = \text{Euro } 6.099.428,57$$

• Al valore di cui sopra dovrà essere sommato l'importo (S1) relativo alla differenza fra il passing-rent e il canone potenziale (moltiplicato per la duration - il cui valore è stato qui arrotondato al secondo decimale) pari a 94.001,52 Euro così calcolato:

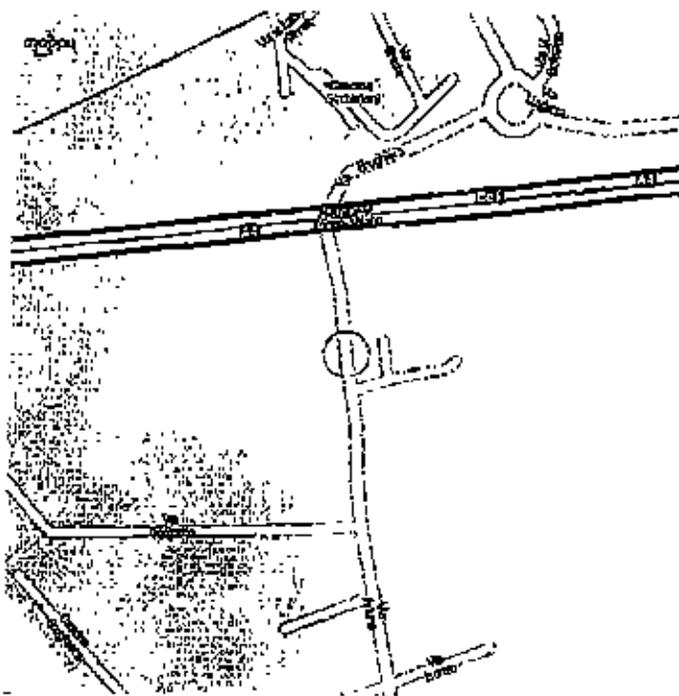
$$\text{Euro } (560.406,00 - 512.352,00) \times 1,96 = \text{Euro } 94.001,52$$

Alla luce delle considerazioni sopra esposte si ritiene che il più probabile Valore di Mercato (O.M.V.) del bene in oggetto sia quindi pari a 6,19 ML di Euro circa.

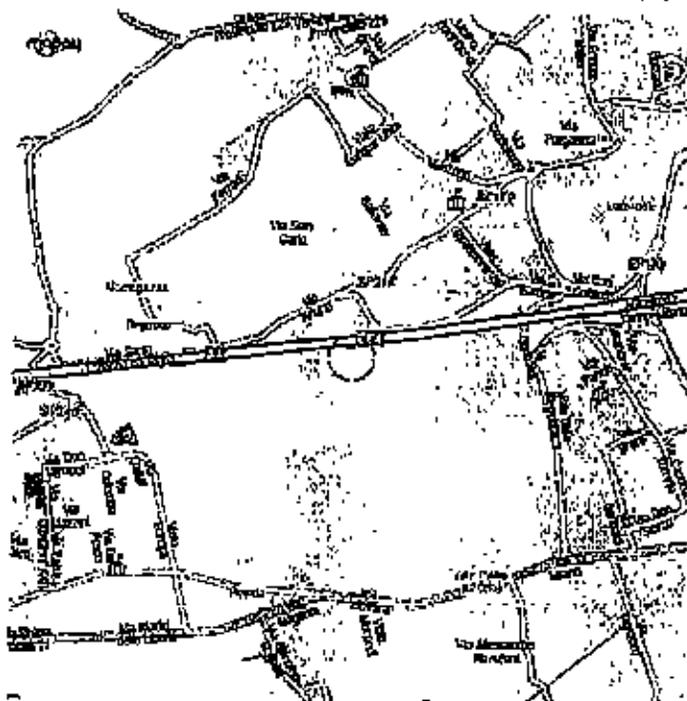
Valutazione RG

6.190.000 Euro ca.

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

Documentazione fotografica.

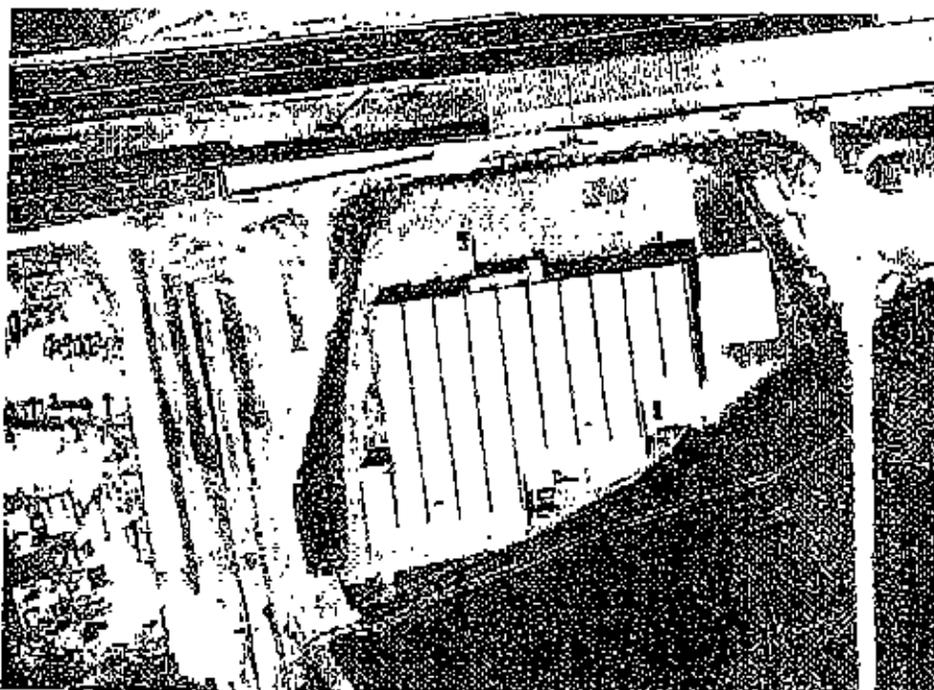


Foto 1. Vista aerea (Fonte: www.google.com).



Foto 2. Ingresso principale del complesso - fronte Sud.

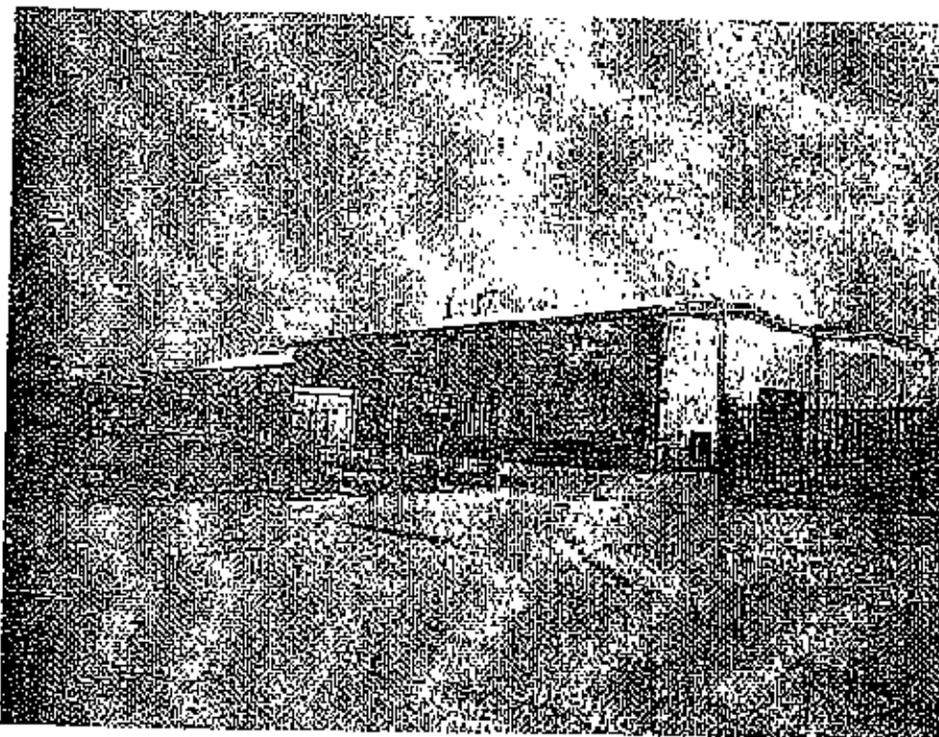


Foto 3. Ingresso principale del complesso - fronte Ovest.

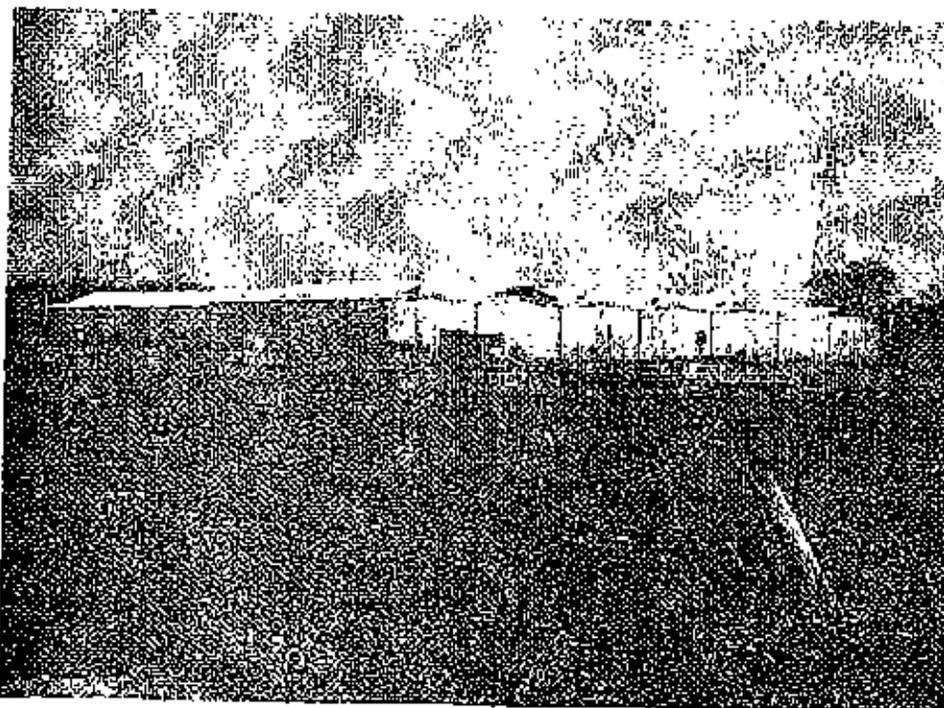


Foto 4. Vista dalla strada a Sud del complesso.



Foto 5. Vista dalla strada a Sud del complesso.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare è situato nel quartiere di Lambrate, nella zona Est della città di Milano, un'area che attualmente è oggetto di grandi trasformazioni urbane.

La vicinanza delle uscite "Lambrate" e "Rubattino" della Tangenziale Est e la permeabilità degli assi viari di Via Rombone e di Via Porpora rende agevole l'accesso alla zona; la presenza infine dei mezzi pubblici di superficie, della linea 2 della metropolitana milanese (MM2 fermata "Lambrate FS") e della linea ferroviaria delle FS con stazione "Lambrate FS", distanti 2 km circa dalla struttura stessa, la rende maggiormente connessa alla rete infrastrutturale urbana.

Il complesso immobiliare dista 2,5 km circa dal tracciato della Tangenziale Est di Milano (uscita "Rubattino"), dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 5,5 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 8,5 km circa. Dalla stazione delle FS di Lambrate è inoltre possibile accedere alla linea S9 (Seregno - Milano Greco - Milano S. Cristoforo) della Linea Ferroviaria Suburbana.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 5,5 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 65 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare che si sviluppa su sei piani fuori terra e un piano interrato è stato edificato nel 2002 (fonte: Rendiconto) e adibito a RSA; è caratterizzato da una pianta a "L" - in cui due corpi di fabbrica sono uniti ortogonalmente da un volume di forma cilindrica - e sorge all'interno di un'area verde recintata.

Il complesso immobiliare ospita ai piani terra e interrato i locali di servizio (cucina, uffici, ambulatori), e i locali comuni (mensa, cappella, locali destinati all'accoglienza ospiti); ai piani superiori (da +1 a +5) si trovano invece le camere di degenza singole e doppie e i locali per le fisioterapie e le palestre. In copertura trovano posto i locali tecnologici e alcuni terrazzi.

La struttura, inaugurata nell'estate del 2003, è in grado di accogliere 150 ospiti suddivisi in 71 camere doppie e 8 singole (fonte: www.asl.milano.it).

Il complesso immobiliare confina a Ovest con il tracciato ferroviario che circonda la città di Milano e che collega le principali stazioni del capoluogo lombardo.

Gli ingressi, sia quello principale - pedonale - che quelli carrai, si trovano su Via San Faustino.

Il contesto edilizio che circonda il complesso immobiliare in oggetto è a carattere misto residenziale e industriale. In particolare si segnala la presenza - a Nord della struttura - di edifici residenziali di edilizia convenzionata realizzati negli anni '70 mentre a Est sono presenti numerosi impianti industriali di piccole e medie dimensioni alcuni ancora in attività mentre

altri in stato di abbandono. Le strade in prossimità della struttura sono caratterizzate dalla presenza di parcheggi pubblici gratuiti; ciò rende la sosta semplice.

Si segnala inoltre che in Via Tanzi e Via dei Canzi è in corso di realizzazione la costruzione del complesso immobiliare a uso residenziale/direzionale "I Giardini di Lambrate".

Si ritiene opportuno segnalare infine che per la struttura in oggetto sono previsti "Interventi di varia natura e minore importanza" come citato a pag. 17 della Semestrale.

Sempre nella Semestrale è indicato, a pag. 21, che l'immobile è stato acquisito "in diritto di superficie". Tale diritto, attualmente, prevede un orizzonte temporale residuo di 52 anni.

NOTA INTEGRATIVA

A fronte della dichiarazione riportata nella Semestrale (cfr. la Scheda a pag. 21) e considerato quindi che il Fondo ha acquisito esclusivamente il diritto di superficie del bene (per una durata residua di 52 anni), al fine di procedere alla stima dell'Open Market Value è stato utilizzato un *cap rate* in grado prendere in considerazione Δb (diverso da Δa poiché si tratta di proprietà del solo diritto di superficie). Δb è il tasso che consente di recuperare l'investimento durante il periodo corrispondente alla durata del contratto di locazione. Infatti a fine del periodo di godimento del diritto di superficie non si ha più la proprietà, che si avrebbe invece se il bene fosse in piena proprietà oppure se oggi viceversa si godesse della proprietà spogliata del diritto di superficie.

RSA S. Faustino - Casaverde

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

n° totale di letti in camera singola (n. 1 ospite)	L_s	B
n° totale di letti in camera doppia (n. 2 ospiti)	L_d	142
giorni di apertura annui	g	365
% occupazione (stima)	o	95,0%
Tariffa giornaliera per letto in camera singola (IVA 10% inclusa)	T_s'	€ 100,00
Tariffa giornaliera per letto in camera doppia (IVA 10% inclusa)	T_d'	€ 85,00
IVA		10,0%
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera singola	T_s	€ 90,91
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera doppia	T_d	€ 77,27
Ricavi - al netto di IVA - per camere singole	$R_s = L_s \times g \times o \times T_s$	€ 752.181,82
Ricavi - al netto di IVA - per camere doppie	$R_d = L_d \times g \times o \times T_d$	€ 3.806.793,18
Ricavi A	$R_A = R_s + R_d$	€ 4.056.975,00
Altri ricavi (in % di Ricavi A)**	k_1	5,0%
Altri Ricavi B	$R_B = R_A \times k_1$	€ 202.848,75
Totale ricavi RSA	$R_{RSA} = R_A + R_B$	€ 4.259.823,75
Coefficiente da applicare al Totale ricavi RSA per ottenere il canone annuo	k_2	30,0%
Canone di locazione di mercato (secondo il valutatore) per la RSA	$CM = R_{RSA} \times k_2$	€ 1.277.947,13
Canone di locazione in essere al 30.06.2010	CE (Semestrale 30.06.2010)	€ 1.281.762,00
Differenza tra canone di locazione in essere e canone di locazione di mercato	$DC = CE - CM$	-€ 46.185,13
Tasso di capitalizzazione (cap rate)	R	10,55%
Valore di Mercato (Euro)	$O.M.V. = CE/R$	11.575.469,19
Valore di Mercato (Euro)		11,58 ML di Euro

Note

** : si ipotizzano altri ricavi (oltre i ricavi R_A da tariffe giornaliera per letto occupato) pari al 5% di R_A .

Fonti

numero di letti, tariffe giornaliera: presso il sito della Regione Lombardia (www.famiglia.regione.lombardia.it) è possibile collegarsi alla pagina dedicata "Le Rsa in Lombardia" attraverso cui accedere ai siti delle ASL locali.

Documentazione fotografica.

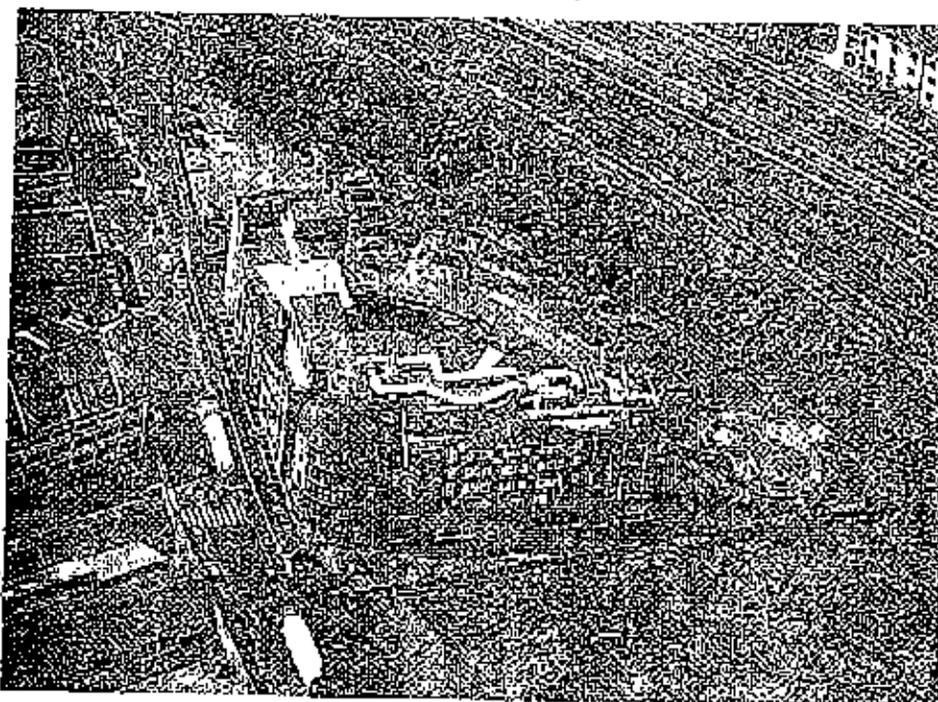


Foto 1. Vista aerea fronte Nord (Fonte: www.bing.com).

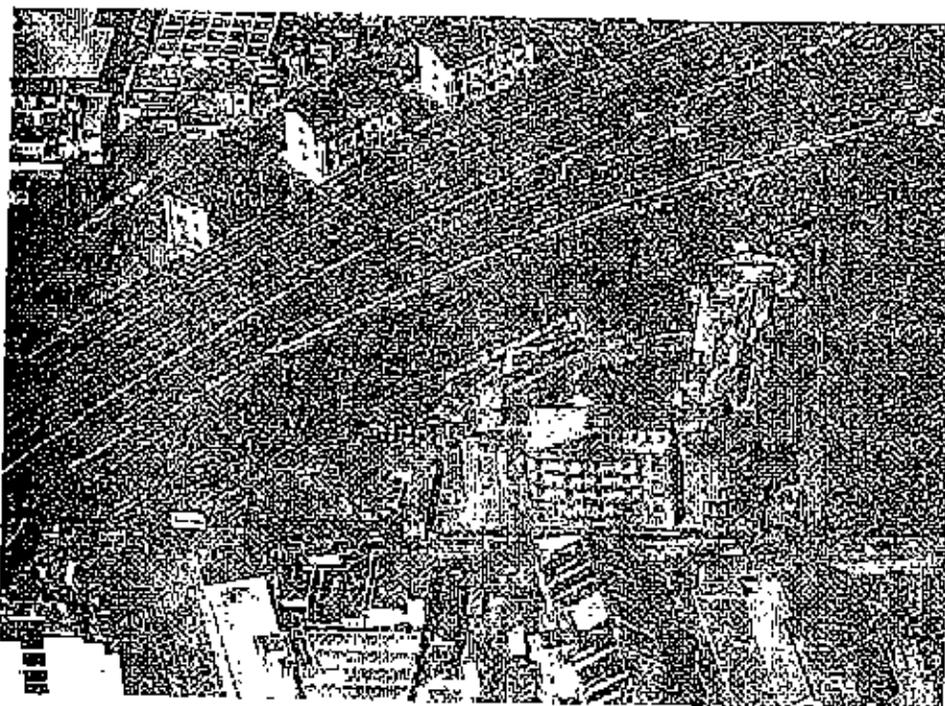


Foto 2. Vista aerea fronte Est (Fonte: www.bing.com).

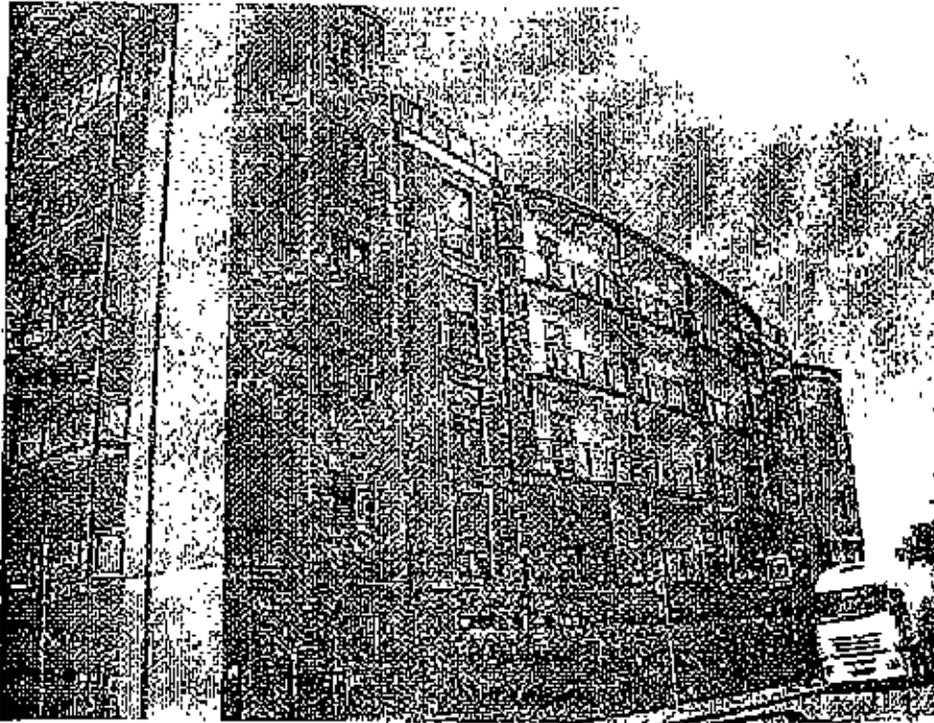


Foto 3. Prospetto principale della struttura - Via San Faustino.



Foto 4. Ingresso principale della struttura - Via San Faustino.



UBICAZIONE

Il complesso Immobiliare è situato nel quartiere di Lambrate, nella zona Est della città di Milano, un'area che attualmente è oggetto di grandi trasformazioni urbane.

La vicinanza delle uscite "Lambrate" e "Rubattino" della Tangenziale Est e la permeabilità degli assi viari di Via Rombon e di Via Porpora rende agevole l'accesso alla zona; la presenza infine dei mezzi pubblici di superficie, della linea 2 della metropolitana milanese (MM2 fermata "Lambrate FS") e della linea ferroviaria delle FS con stazione "Lambrate FS", distanti 2 km circa dalla struttura stessa, la rende maggiormente connessa alla rete infrastrutturale urbana.

Il complesso immobiliare dista 2,5 km circa dal tracciato della Tangenziale Est di Milano (uscita "Rubattino"), dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 5,5 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 8,5 km circa. Dalla stazione delle FS di Lambrate è inoltre possibile accedere alla linea S9 (Seregno - Milano Greco - Milano S. Cristoforo) della Linea Ferroviaria Suburbana.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 5,5 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 65 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare è costituito da tre corpi di fabbrica che si uniscono al centro formando una "Y", che si sviluppa su quattro piani fuori terra e uno interrato.

Il complesso immobiliare, edificato nel 2002 (fonte: Rendiconto), è inserito all'interno di un lotto di terreno recintato, in parte destinato a verde piantumato e in parte pavimentato (aree destinate alla manovra delle ambulanze, al trasporto dei malati e alla viabilità interna carrabile).

I corpi di fabbrica che costituiscono le "braccia" della Y ospitano i nuclei di camere per l'accoglienza dei degenti, che si dispongono attorno a un corridoio centrale; nel punto di intersezione dei corpi di fabbrica si trovano i locali comuni e le principali attrezzature sanitarie e assistenziali.

Gli ingressi, quello principale a uso pedonale e gli altri due carrai, si affacciano su Via San Faustino.

Le 108 camere presenti nella struttura, tutte doppie, dispongono di bagno, climatizzazione, gas medicali centralizzati, TV a colori e telefono per ognuno dei letti (fonte: Rendiconto).

L'edificio è gestito da un unico ente - GDF Group S.p.A. - con due diverse strutture: "Le Terrazze Fiorite" e "L'Attico Azzurro". La prima in grado di accogliere 94 ospiti (47 camere doppie), la seconda 122 ospiti (61 camere doppie). La totalità dei posti risulta accreditata presso la Regione Lombardia (Fonte: www.asl.milano.it).

[Handwritten signature] 1

La proprietà confina a Ovest con il tracciato ferroviario che circonda la città di Milano e che collega le principali stazioni del capoluogo lombardo.

Il contesto edilizio che circonda il complesso immobiliare in oggetto è a carattere misto residenziale o industriale. In particolare si segnala la presenza - a Nord della struttura - di edifici residenziali di edilizia convenzionata realizzati negli anni '70 mentre a Est sono presenti numerosi impianti industriali di piccole e medie dimensioni alcuni ancora in attività mentre altri in stato di abbandono.

Le strade in prossimità della struttura sono caratterizzate dalla presenza di parcheggi pubblici gratuiti; ciò rende la sosta semplice.

Si segnala infine che in Via Tanzi e Via del Canzi è in corso di realizzazione la costruzione del complesso immobiliare a uso residenziale/direzionale "I Giardini di Lambrate".

 2

RSA L'attico azzurro - Le terrazze fiorite

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

n° totale di letti in camera singola (n. 1 ospite)	L_s	-
n° totale di letti in camera doppia (n. 2 ospiti)	L_d	216
giorni di apertura annui	g	365
% occupazione (stima)	o	95,0%
Tariffa giornaliera per letto in camera singola (IVA 10% inclusa)	T_s'	-
Tariffa giornaliera per letto in camera doppia (IVA 10% inclusa)	T_d'	€ 85,00
IVA		10,0%
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera singola	T_s	-
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera doppia	T_d	€ 77,27
Ricavi - al netto di IVA - per camere singole	$R_s = L_s \times g \times o \times T_s$	€ -
Ricavi - al netto di IVA - per camere doppie	$R_d = L_d \times g \times o \times T_d$	€ 5.787.572,73
Ricavi A	$R_A = R_s + R_d$	€ 5.787.572,73
Altri ricavi (in % di Ricavi A) **	k_A	10,0%
Altri Ricavi B	$R_B = R_A \times k_A$	€ 578.757,27
Totale ricavi RSA	$R_{RSA} = R_A + R_B$	€ 6.366.330,00
Coefficiente da applicare al Totale ricavi RSA per ottenere il canone annuo	k_B	30,0%
Canone di locazione di mercato (secondo il valutatore) per la RSA	$CM = R_{RSA} \times k_B$	€ 1.909.899,00
Canone di locazione in essere al 30.06.2010	CE (Semestrale 30.06.2010)	€ 2.534.380,00
Differenza tra canone di locazione in essere e canone di locazione di mercato	$\Delta C = CE - CM$	-€ 377.559,00
Tasso di capitalizzazione (cap rate)	R	7,70%
Valore di Mercato (Euro)	$C.M.V. = CE/R$	19.900.519,48
		19,90 ML di Euro

Nota

** si ipotizzano altri ricavi (oltre i ricavi R_A da tariffe giornaliere per letto occupato) pari al 10% poiché la RSA è dotata di servizi "speciali" quali, ad esempio, un centro di dialisi.

Fonti

numero di letti, tariffe giornaliere: presso il sito della Regione Lombardia (www.famiglia.regione.lombardia.it) è possibile collegarsi alla pagina dedicata "Le Rsa in Lombardia" attraverso cui accedere ai siti delle ASL locali.

Documentazione fotografica.

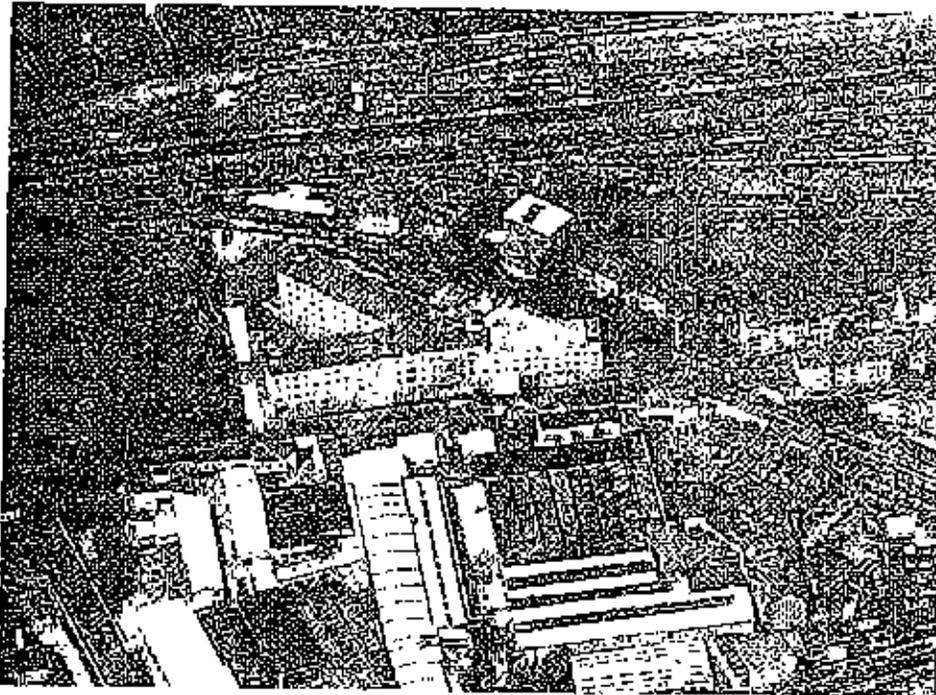


Foto 1. Vista aerea fronte Est (Fonte: www.bing.com).



Foto 2. Prospetto principale della struttura - Via San Faustino.



Foto 3. Prospetto principale della struttura - Via San Faustino.

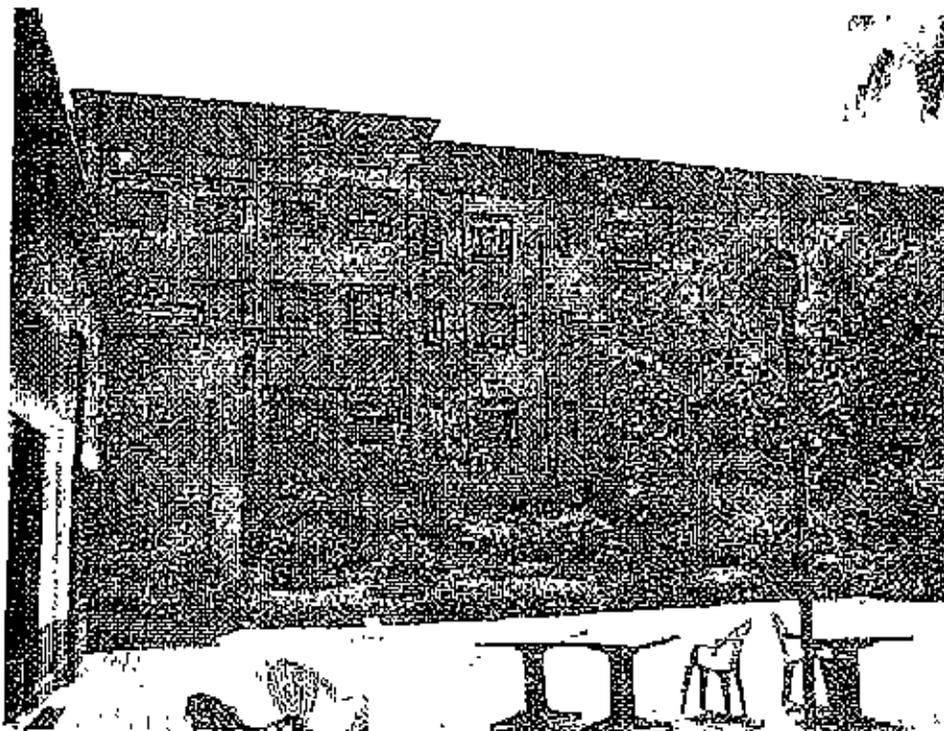


Foto 4. Prospetto della struttura sull'arica interna.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare sorge nella periferia Nord di Milano in un contesto urbano caratterizzato da edifici a prevalente destinazione residenziale risalenti al secondo dopoguerra. Il complesso immobiliare è facilmente raggiungibile attraverso l'uscita di "Cormano" nel tratto urbano dell'autostrada A4 "Torino - Venezia" e dai mezzi pubblici di superficie.

A circa 500 m si trova la stazione "Affori" della linea ferroviaria delle FNM Milano-Asso.

A 200 m si trova invece la fermata "Affori" della Linea Ferroviaria Suburbana che permette l'accesso alle linee S2 (Mariano Comense - Milano Rogoredo) e S4 (Carnago Lentate - Seveso - Milano Cadorna).

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 6 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 7 km circa.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 24 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 50 km circa.

Attualmente sono in corso i lavori per la realizzazione della nuova stazione ferroviaria di Affori delle FNM con un collegamento alla Linea Ferroviaria Suburbana stessa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare, caratterizzato da una pianta a "V", è stato edificato nel 2005 e si sviluppa su quattro piani fuori terra e uno interrato all'interno di un'area recintata (fonte: Rendiconto).

I due blocchi principali denominati RSA1 e RSA2 sono uniti da una struttura centrale di collegamento - che funge da ingresso comune e hall. RSA1 e RSA2 ospitano ai piani terra e interrato i locali di servizio (cucina, uffici) e i locali comuni (mensa, cappella, locali destinati all'accoglienza ospiti, palestra) oltre ad alcune camere per ospiti non autosufficienti e ai piani superiori le camere di degenza singole e doppie e gli ambulatori.

L'intera struttura ricettiva si suddivide in due residenze distinte "Ippocrate 1°" e "Ippocrate 2°". I 276 posti letto complessivi (fonte: www.asl.milano.it) sono distribuiti in camere doppie, tutte dotate di bagno privato e arredate in stile alberghiero, fornite di climatizzazione dell'aria, impianto di ossigeno centralizzato, impianto di filodiffusione e predisposizione per l'impianto tv. I piani di degenza sono suddivisi in nuclei abitativi da 20 persone ciascuno. Si precisa che il servizio di degenza in camera singola è inteso come uso esclusivo di una camera doppia (fonte: www.seniorservice.it).

Il complesso immobiliare confina a Est con il tracciato ferroviario Milano-Asso, a Ovest con la Via Ippocrate e a Nord e Sud con proprietà di terzi.

Il contesto edilizio che circonda il complesso immobiliare in oggetto è a carattere misto residenziale, artigianale (sono presenti alcune officine di riparazione auto) e di accoglienza per persone affette da sindromi psico-fisiche debilitanti. In particolare per quest'ultimo aspetto si segnala la presenza dell'ex ospedale psichiatrico Paolo Pini e di "Villa Luce" dell'Associazione Gruppo di Betania (scuola per portatori di handicap e per rieducazione fisiologica).

 1

A pochi metri dal complesso immobiliare è presente anche un parco attrezzato con campo da calcio e spazio per il gioco dei bambini.

Le strade in prossimità del complesso immobiliare sono caratterizzate dalla presenza di parcheggi pubblici gratuiti; ciò rende la sosta semplice.

Il complesso immobiliare è dotato di due ingressi principali a Est della struttura - uno pedonale e uno carrato a servizio del parcheggio scoperto antistante la struttura - e di due ingressi secondari - uno pedonale e uno carrato che consentono l'accesso al piano interrato. Tutti gli ingressi si trovano in Via Ippocrate.

A pag. 17 della Semestrale è indicato che per la struttura in oggetto sono previsti *"interventi di vario natura e minore importanza"*.

Si segnala infine che nella documentazione messa a disposizione (schede dell'immobile presenti su internet, scheda del Rendiconto e scheda della Semestrale) risulta riportato come numero civico del complesso immobiliare il 21 anziché il 18 come invece desunto in occasione del sopralluogo effettuato.

2

RSA Ippocrate I e II

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

n° totale di letti in camera singola (n. 1 ospite)	L_s	20
n° totale di letti in camera doppia (n. 2 ospiti)	L_d	256
giorni di apertura annui	g	365
% occupazione (stima)	o	95,0%
Tariffa giornaliera per letto in camera singola (IVA 10% inclusa)	T_s'	€ 100,00
Tariffa giornaliera per letto in camera doppia (IVA 10% inclusa)	T_d'	€ 85,00
IVA		10,0%
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera singola	T_s	€ 90,91
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera doppia	T_d	€ 77,27
Ricavi - al netto di IVA - per camere singole	$R_s = L_s \times g \times o \times T_s$	€ 630.454,55
Ricavi - al netto di IVA - per camere doppie	$R_d = L_d \times g \times o \times T_d$	€ 6.859.345,45
Ricavi A	$R_A = R_s + R_d$	€ 7.489.800,00
Altri ricavi (in % di Ricavi A) **	k_1	5,0%
Altri Ricavi B	$R_B = R_A \times k_1$	€ 374.490,00
Totale ricavi RSA	$R_{RSA} = R_A + R_B$	€ 7.864.290,00
Coefficiente da applicare al Totale ricavi RSA per ottenere il canone annuo	k_2	30,0%
Canone di locazione di mercato (secondo il valutatore) per la RSA	$CM = R_{RSA} \times k_2$	€ 2.359.287,00
Canone di locazione in essere al 30.06.2010	CE (Semestrale 30.06.2010)	€ 2.117.240,00
Differenza tra canone di locazione in essere e canone di locazione di mercato	$\Delta C = CE - CM$	-€ 242.047,00
Tasso di capitalizzazione (cap rate)	R	7,70%
Valore di Mercato (Euro)	$D, M, V. = CE/R$	27.496.623,38
		27,50 ML di Euro

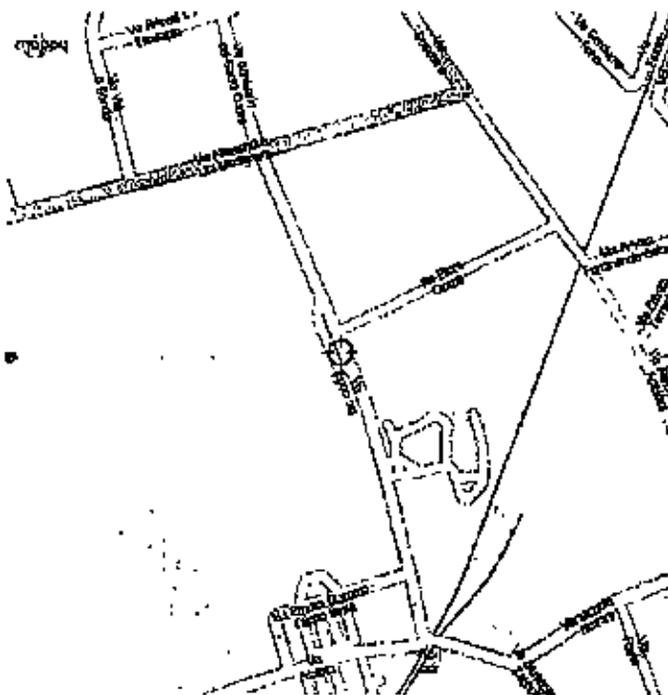
Note

* : L_s ipotizzato dal valutatore.** : si ipotizzano altri ricavi (oltre i ricavi R_A da tariffe giornaliere per letto occupato) pari al 5% di R_A .

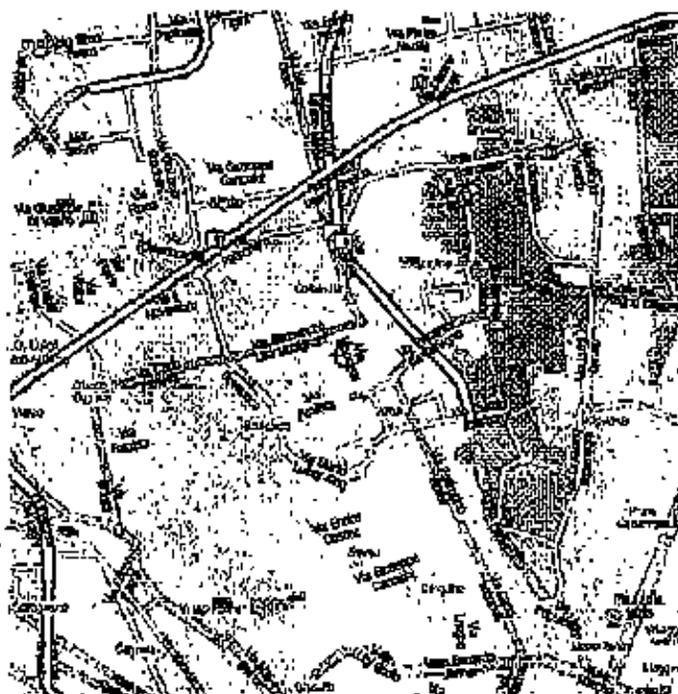
Fonti

numero di letti, tariffe giornaliere: presso il sito della Regione Lombardia (www.famiglia.regione.lombardia.it) è possibile collegarsi alla pagina dedicata "Le Rsa in Lombardia" attraverso cui accedere ai siti delle ASL locali.

Inquadramento territoriale.



Fonte: www.mappy.it



Fonte: www.mappy.it

4

Documentazione fotografica.



Foto 1. Vista aerea fronte Sud (Fonte: www.bing.com).

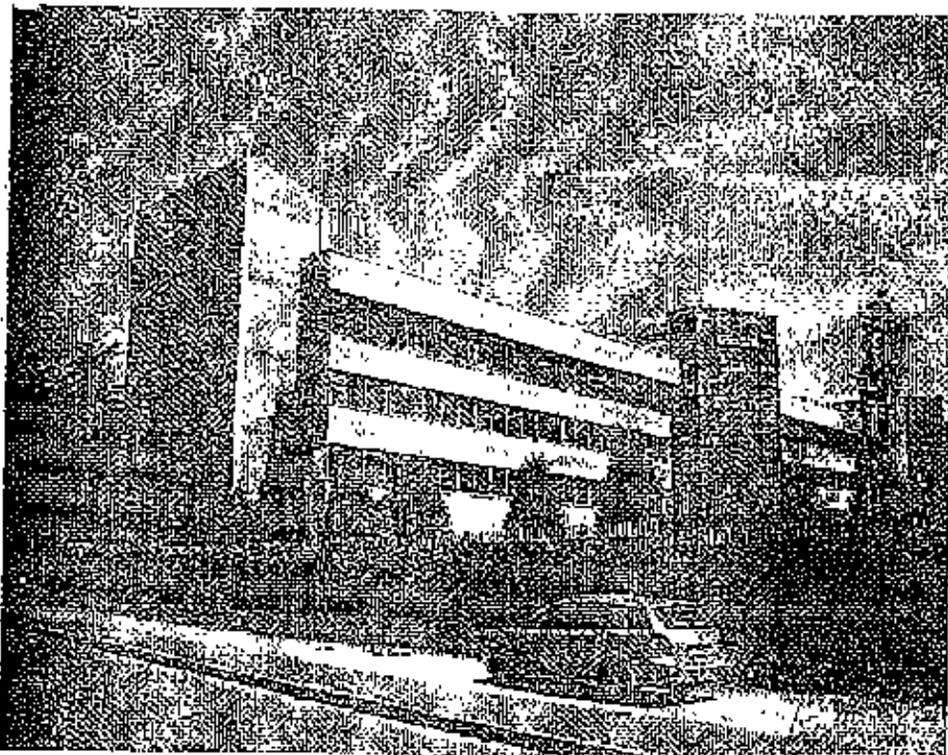


Foto 2. Corpo di fabbrica disposto perpendicolarmente a Via Ippocrate.



Foto 3. Corpo di fabbrica disposto parallelamente a Via Ippocrate.

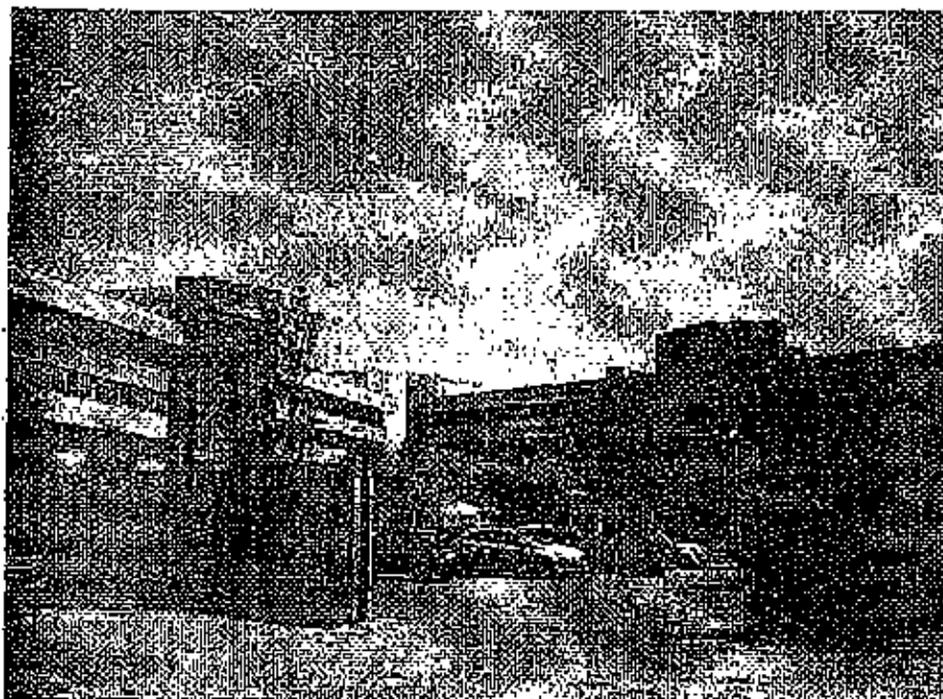


Foto 4. Ingresso principale della struttura.



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare si trova nel Comune di Monza, a Nord-Est della città di Milano, e risulta adiacente al Parco di Monza.

La zona, nella quale è anche insediato il complesso ospedaliero "San Gerardo", è facilmente raggiungibile sia dal centro storico della città di Monza sia dalla Strada Statale 36 che collega la città di Milano con il territorio della Brianza.

Il complesso immobiliare dista 7 km circa dal tracciato della Tangenziale Nord di Milano (uscita "Sesto San Giovanni"), dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova".

Le stazioni delle FS di "Lissone - Muggiò" e di "Monza" distano 3,5 km circa ciascuna, quella della Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 26 km circa.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 22 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 60 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare caratterizzato da una pianta regolare di forma rettangolare si sviluppa su sei piani fuori terra e un piano interrato all'interno di un'area privata recintata.

Edificato negli anni '80 (fonte: Rendiconto) come residenza per anziani autosufficienti il complesso immobiliare è stato destinato a tale uso sino al 1996 quando, a seguito di lavori di ristrutturazione, è stato adeguato all'accoglienza anche di ospiti anziani non autosufficienti.

Il complesso immobiliare è costituito da un nucleo centrale nel quale trovano collocazione le residenze autonome protette, cioè appartamenti mono e bifamiliari dotati ciascuno di servizi e di un piccolo cucinino (fonte: Rendiconto).

Nei nuclei nord e sud, destinati alla RSA, sono localizzati i vani di servizio (cucina, uffici, ambulatori) e comuni (mensa, piscina, palestra, cappella, bar) oltre alle stanze doppie e relativi servizi.

La struttura è in grado di accogliere 150 ospiti - affetti da Alzheimer (fonte: www.aslmonzabrianza.it) - in nuclei abitativi da 18-19 posti ciascuno (fonte: www.grupposegesta.com); ogni camera dispone di bagno, climatizzazione, frigobar, TV a colori e telefono.

Come indicato a pag. 23 del Rendiconto nel corso del 2009 il Fondo ha effettuato alcune opere di manutenzione straordinaria e in particolare si è provveduto all'adeguamento funzionale e normativo dei servizi generali dedicati alla attività di assistenza.

Si segnala che a pag. 17 della Semestrata è indicato inoltre che per la struttura in oggetto sono previsti "interventi di varia natura e minore importanza".

L'ingresso principale, quello pedonale, si trova in Via Crescitelli mentre quelli carrai, di servizio, si trovano sia in Via Sant'Andrea che in Via Crescitelli stessa.

La zona circostante è caratterizzata dalla presenza di spazi pubblici attrezzati per il gioco di bambini - parco giochi - che strutture sportive per adulti - campo da calcio e da tennis.

Si segnala, nella zona, anche la buona disponibilità di parcheggi pubblici gratuiti. Ciò rende la sosta semplice.

RSA S. Andrea

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

n° totale di letti in camera singola (n. 1 ospite)	L_s	10 [*]
n° totale di letti in camera doppia (n. 2 ospiti)	L_d	140
giorni di apertura annui	g	365
% occupazione (stima)	o	95,0%
Tariffa giornaliera per letto in camera singola (IVA 10% inclusa)	T_s^*	€ 100,00
Tariffa giornaliera per letto in camera doppia (IVA 10% inclusa)	T_d^*	€ 75,00
IVA		10,0%
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera singola	T_s	€ 90,91
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera doppia	T_d	€ 68,18
Ricavi - al netto di IVA - per camere singole	$R_s = L_s \times g \times o \times T_s$	€ 315.227,27
Ricavi - al netto di IVA - per camere doppie	$R_d = L_d \times g \times o \times T_d$	€ 3.509.886,36
Ricavi A	$R_A = R_s + R_d$	€ 3.625.113,64
Altri ricavi (in % di Ricavi A) **	k_1	20,0%
Altri Ricavi B	$R_B = R_A \times k_1$	€ 725.022,73
Totale ricavi RSA	$R_{RSA} = R_A + R_B$	€ 4.350.136,36
Coefficiente da applicare al Totale ricavi RSA per ottenere il canone annuo	k_2	30,0%
Canone di locazione di mercato (secondo il valutatore) per la RSA	$CM = R_{RSA} \times k_2$	€ 1.305.040,91
Canone di locazione in essere al 30.06.2010	CE (Semestrale 30.06.2010)	€ 1.308.268,00
Differenza tra canone di locazione in essere e canone di locazione di mercato	$\Delta C = CE - CM$	€ 3.227,09
Tasso di capitalizzazione (cap rate)	R	7,70%
Valore di Mercato (Euro)	$O.M.V. = CE/R$	16.990.493,51
		16,99 ML di Euro

Note* L_s ipotizzato dal valutatore.** k_1 : si ipotizzano altri ricavi (oltre i ricavi R_A da tariffe giornaliere per letto occupato) pari al 20% di R_A poiché la RSA offre anche servizi di accoglienza in residenze autonome protette (appartamenti mono o bifocali).**Fonti**numero di letti, tariffa giornaliera: presso il sito della Regione Lombardia (www.famiglia.regione.lombardia.it) è possibile

Documentazione fotografica.



Foto 1. Vista aerea fronte Est (Fonte: www.bing.com)

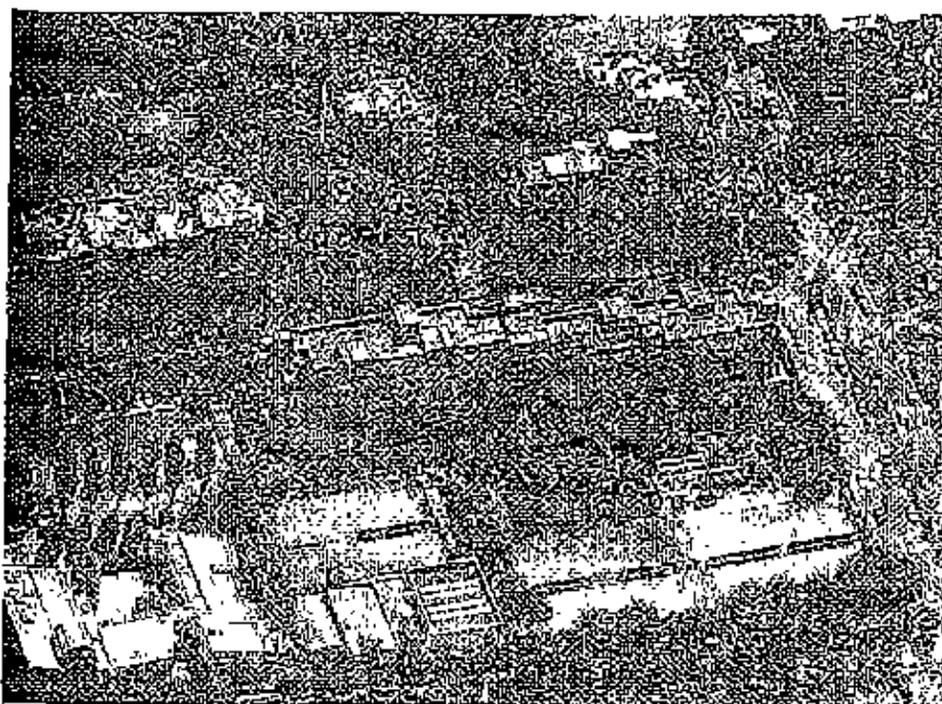


Foto 2. Vista aerea fronte Ovest (Fonte: www.bing.com).



Foto 3. Prospetto principale dell'edificio.

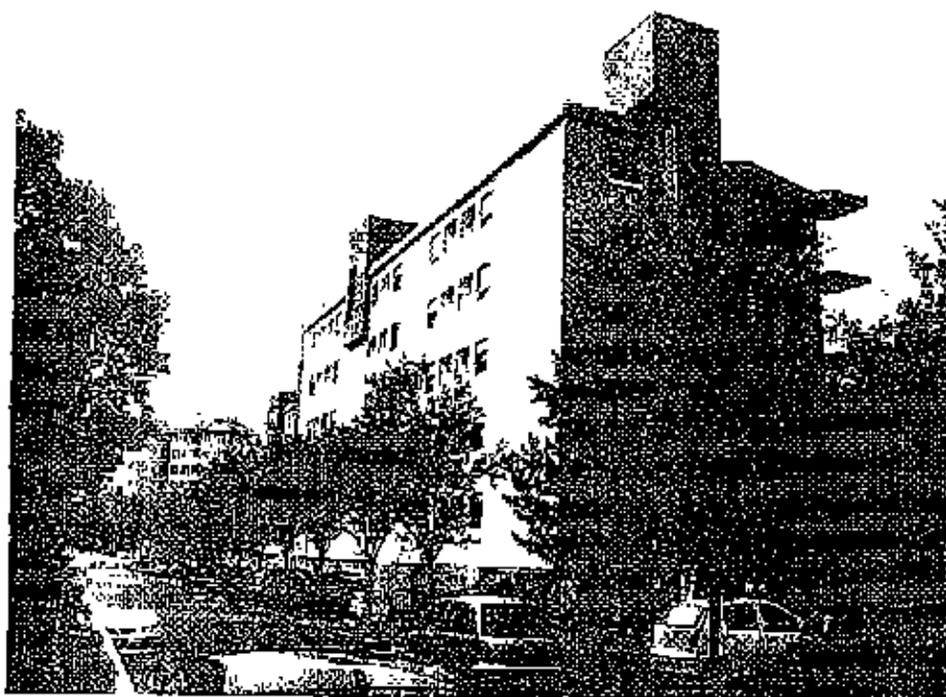


Foto 4. Prospetto principale dell'edificio.



Foto 5. Prospetto principale dell'edificio.

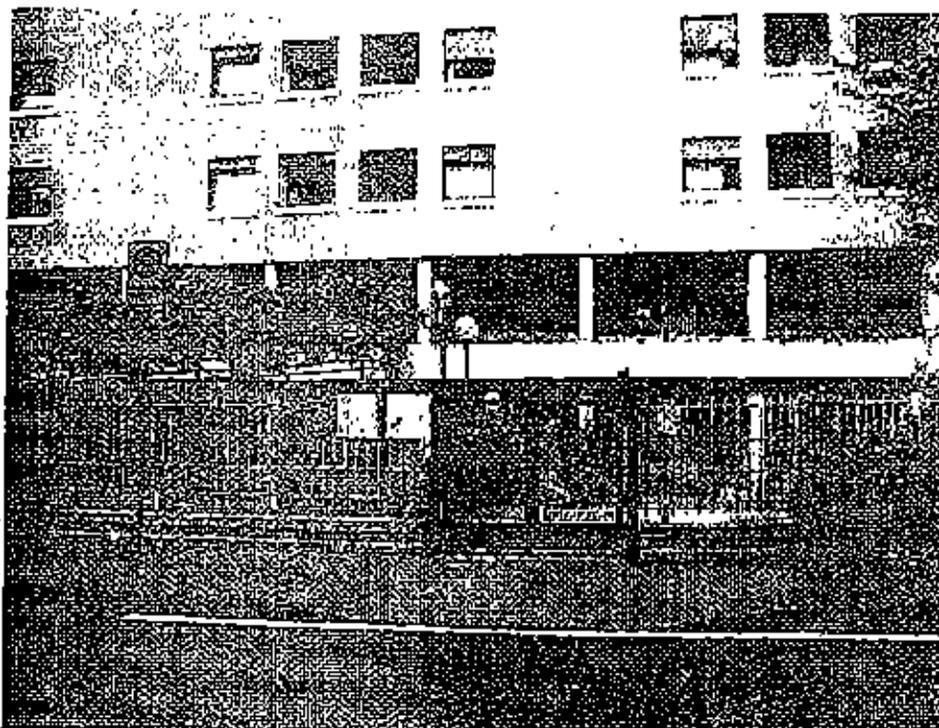


Foto 6. Vista dell'ingresso principale dell'edificio.

6



UBICAZIONE

Il complesso immobiliare si trova nel Comune di Bollate, a Nord-Ovest della città di Milano. Sorge in particolare nella periferia Sud del Comune, in una zona a predominante destinazione residenziale e agricola.

Il complesso immobiliare dista 10 km circa dal tracciato della Tangenziale Nord di Milano (uscita "Cormano"), dalla quale è possibile connettersi ai tracciati delle principali autostrade nazionali, quali l'A1 "Milano - Napoli", l'A4 "Torino - Trieste" e l'A7 "Milano - Genova" ed è posto a ridosso della SS 233 "Varesina".

La stazione delle FS di "Milano - Centrale" dista 12 km circa, quella delle Ferrovie Nord "Milano - Cadorna" dista 15 km circa.

Le stazioni delle FNM di Bollate Centro e Bollate Nord distano rispettivamente circa 2 km e 2,5 km.

L'aeroporto di "Milano - Linate" dista 33 km circa, quello di "Milano - Malpensa" 42 km circa.

DESCRIZIONE

Il complesso immobiliare, caratterizzato da una pianta di forma rettangolare, è stato edificato nel 2003 e adibito a RSA, e si sviluppa su quattro piani fuori terra e un piano interrato (fonte: Rendiconto).

Al piano interrato vi sono i depositi, la cucina, gli spogliatoi, i locali tecnologici; al piano terra la reception, il soggiorno, gli ambulatori, gli uffici del personale e alcune camere a due posti letto. Ai piani primo, secondo e terzo si trovano le ulteriori camere a due posti letto, con ambulatori, palestre, soggiorni, depositi di biancheria, bagni assistiti e camere di isolamento. La struttura è in grado di ospitare 147 ospiti di cui 21 affetti da Alzheimer (fonte: link dal sito www.aslmil1.mil.it).

Come indicato a pag. 23 del Rendiconto nel corso del 2009 il Fondo ha effettuato alcune opere di manutenzione straordinaria; in particolare si è provveduto al ripristino delle facciate e alla realizzazione di interventi finalizzati all'adeguamento del Certificato di Prevenzione Incendi.

A pag. 17 della Semestrale si riporta inoltre che in occasione del rinnovo del CPI "sono previsti interventi per adeguamento di alcuni impianti antincendio per un importo pari a circa 234.000 Euro".

Il complesso immobiliare è inserito in un contesto residenziale/agricolo nel quale trovano spazio sia abitazioni in villette singole che in piccoli condomini.

Si segnala, nella zona, anche la buona disponibilità di parcheggi pubblici gratuiti - che rende la sosta semplice - e la presenza di spazi pubblici attrezzati con piste ciclabili.

Gli accessi carrai, quello per il pubblico e quello per gli operatori sanitari, si trovano entrambi su Via Don Uboldi. L'ingresso principale pedonale si affaccia sull'area scoperta, destinata alla sosta dei veicoli dei visitatori, antistante la struttura stessa.

 1

RSA S. Martino

Stima del valore di mercato al 31.07.2010.

n° totale di letti in camera singola (n. 1 ospite)	L_s	-
n° totale di letti in camera doppia (n. 2 ospiti)	L_d	147
giorni di apertura annui	g	365
% occupazione (stima)	o	95,0%
Tariffa giornaliera per letto in camera singola (IVA 10% inclusa)	T_s'	€ 105,00
Tariffa giornaliera per letto in camera doppia (IVA 10% inclusa)	T_d'	€ 80,00
IVA		10,0%
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera singola	T_s	€ 95,45
Tariffa giornaliera - al netto di IVA - per letto in camera doppia	T_d	€ 72,73
Ricavi - al netto di IVA - per camere singole	$R_s = L_s \times g \times o \times T_s$	€ -
Ricavi - al netto di IVA - per camere doppie	$R_d = L_d \times g \times o \times T_d$	€ 3.707.072,73
Ricavi A	$R_A = R_s + R_d$	€ 3.707.072,73
Altri ricavi (in % di Ricavi A) **	k_1	5,0%
Altri Ricavi B	$R_B = R_A \times k_1$	€ 185.353,64
Totale ricavi RSA	$R_{RSA} = R_A + R_B$	€ 3.892.426,36
Coefficiente da applicare al Totale ricavi RSA per ottenere il canone annuo	k_2	30,0%
Canone di locazione di mercato (secondo il valutatore) per la RSA	$CM = R_{RSA} \times k_2$	€ 1.167.727,91
Canone di locazione in essere al 30.06.2010	CE (Semestrale 30.06.2010)	€ 947.077,00
Differenza tra canone di locazione in essere e canone di locazione di mercato	$\Delta C = CE - CM$	-€ 220.650,91
Tasso di capitalizzazione (cap rate)	R	7,70%
Valore di Mercato (Euro)	$O.M.V. = CE/R$	12.299.701,30
		12,30 ML di Euro

Note

** si ipotizzano altri ricavi (oltre i ricavi R_A da tariffe giornaliere per letto occupato) pari al 5% di R_A .

Fonti

numero di letti, tariffe giornaliere: presso il sito della Regione Lombardia (www.famiglia.regione.lombardia.it) è possibile collegarsi alla pagina dedicata "Le Rsa in Lombardia" attraverso cui accedere ai siti delle ASL locali.

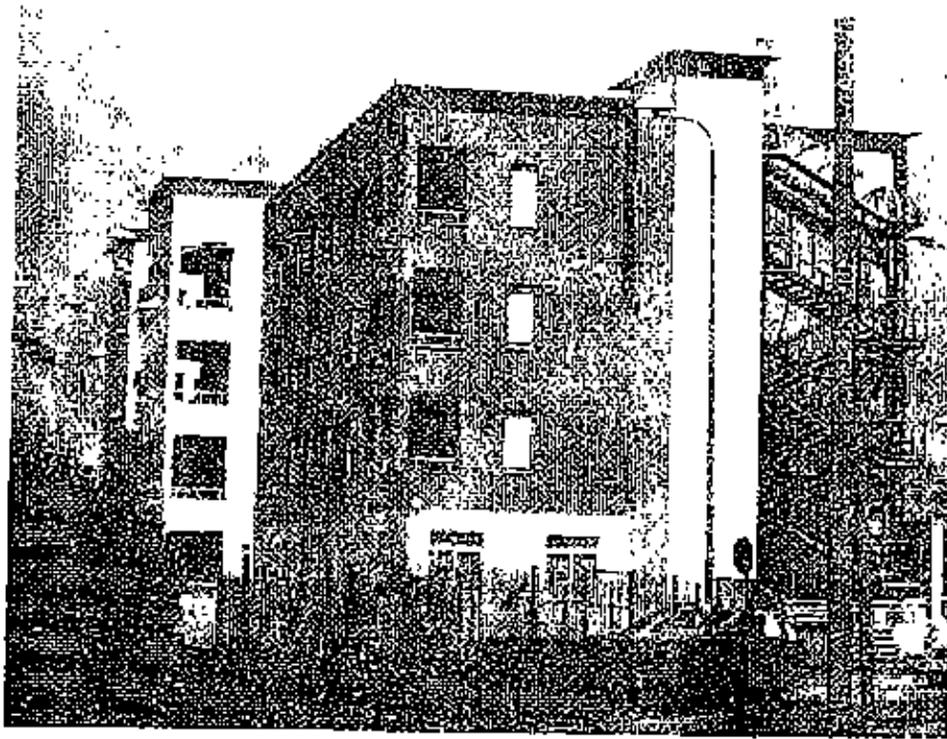


Foto 3. Prospetto posteriore della struttura.

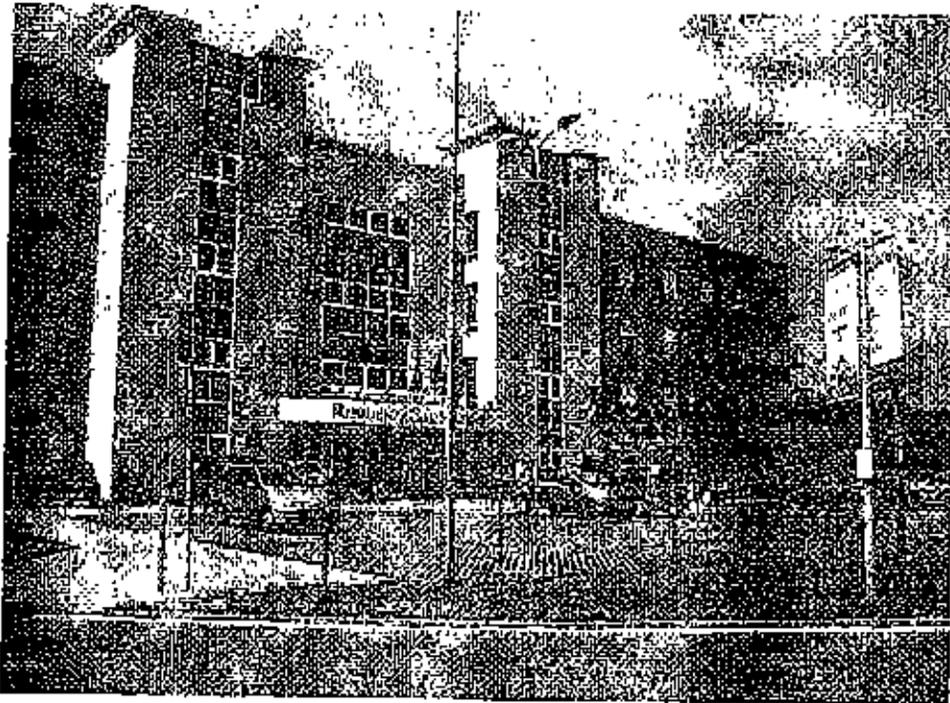


Foto 4. Ingresso principale della struttura

5

