

**PARERE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SULLA CONGRUITÀ DEL
CRITERIO PROPOSTO DAGLI AMMINISTRATORI AI FINI DELLA
DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI PER
AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI
SENSI DEGLI ARTICOLI 2441 DEL CODICE CIVILE E 158, COMMA 1 DEL
DLGS 24 FEBBRAIO 1998, N° 58**

Agli Azionisti di
Yorkville bhn SpA
Via Palermo 16
20121 Milano

I MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Ai sensi dell'articolo 158, primo comma, del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58 abbiamo ricevuto da Yorkville bhn SpA (di seguito anche "Yorkville" o la "Società") la relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione (di seguito anche "il Consiglio" o "gli Amministratori") il 29 ottobre 2008, allegata al presente Parere, che, in forza della delega ex articolo 2443 del Codice Civile conferitagli dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società in data 19 marzo 2008 e ai sensi dell'articolo 2441 sesto comma del Codice Civile, intende deliberare:

- l'aumento del capitale sociale fino ad un massimo di Euro 100 milioni (l'"Aumento di Capitale"), in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, del Codice Civile, da liberarsi in più volte, mediante emissione di nuove azioni ordinarie della Società prive del valore nominale, aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie Yorkville in circolazione alla data di emissione. Le nuove azioni Yorkville saranno offerte esclusivamente ed irrevocabilmente in sottoscrizione, entro 12 mesi dalla data della deliberazione di aumento, a YA Global Investments LP (di seguito anche "YA" o il "Fondo"), un fondo di investimento gestito da Yorkville Advisors LLC, che attraverso la controllata al 100% YA Global Dutch BV è oggi azionista di controllo di Yorkville bhn SpA.

La relazione del Consiglio di Amministrazione indica inoltre i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Le modalità e le condizioni di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale sono disciplinate in un contratto denominato *Stand-by Equity Distribution Agreement* (di seguito anche il "SEDA") sottoscritto da Yorkville, il Fondo e bhn Srl (quale Advisor

del Fondo) in data 31 ottobre 2008 e 10 novembre 2008, e richiamate nel paragrafo V del presente Parere.

Nell'ambito di tale contratto SEDA il Fondo ha assunto l'impegno a sottoscrivere uno o più aumenti di capitale per un ammontare complessivo di Euro 3.000.000.000 (tre miliardi) nell'arco di 10 anni e al Consiglio di Amministrazione della Società è stata attribuita dall'assemblea la facoltà, ai sensi dell'Art. 2443 del Codice Civile, di aumentare a pagamento ed in via scindibile, in una o più volte, il capitale sociale per lo stesso importo, entro cinque anni dalla data di delibera.

Con riferimento all'operazione di aumento di capitale, in qualità di società incaricata della revisione contabile del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato di Yorkville, esponiamo, nel seguito, le attività da noi svolte per il rilascio della relazione richiesta ai sensi dell'articolo 158, primo comma, del DLgs 58/98 e dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, e illustriamo il nostro parere sulla congruità del criterio proposto dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

Nell'esaminare il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni adottato dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, in quanto il nostro parere ha ad oggetto la congruità del criterio proposto dagli Amministratori.

Le conclusioni esposte 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.

Nell'ambito dello stesso contratto SEDA è stato previsto un ulteriore aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile e riservato al Fondo al servizio di warrant. A fronte di tale operazione, che è stata illustrata dagli amministratori con la relazione del 13 novembre 2008, abbiamo emesso apposito parere di congruità datato 2 dicembre 2008.

II SINTESI DELL'OPERAZIONE

In sintesi nella Relazione illustrativa degli Amministratori, cui si rimanda per una informazione di maggiore dettaglio, viene indicato quanto segue.

L'Aumento di Capitale è destinato a finanziare il programma di investimenti della Società, la quale, infatti, intende operare sul mercato con una strategia comparabile a quella di un fondo di *private equity* aperto a investitori istituzionali e retail, con una dotazione di capitale permanente che consenta di non avere vincoli

temporali di investimento e con l'obiettivo di effettuare investimenti in società appartenenti a settori stabili che possano produrre cash flow costanti nel tempo. In vista di future acquisizioni di partecipazioni in società, a fronte delle quali non vi sono ad oggi impegni definitivi da parte degli Amministratori della Yorkville, il Consiglio di Amministrazione ritiene opportuno dotare la Società dei mezzi finanziari necessari alla realizzazione dello scopo sociale.

In particolare, secondo quanto indicato nella Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, l'esclusione del diritto di opzione in relazione all'Aumento di Capitale presenta i seguenti vantaggi per Yorkville:

- la certezza del buon esito dell'operazione, per effetto dell'impegno irrevocabile a sottoscrivere e liberare integralmente l'Aumento di Capitale già assunto dal Fondo in forza del SEDA;
- la possibilità di evitare una procedura di offerta al pubblico delle azioni di nuova emissione, riducendo gli adempimenti societari e i costi relativi all'operazione;
- la flessibilità nel reperire i mezzi finanziari necessari;
- l'ampliamento e diversificazione delle fonti di finanziamento potenziali.

Il Consiglio di Amministrazione della Società ha sottolineato come la severa e complessa crisi in cui i mercati finanziari sono attualmente coinvolti riverberi i propri effetti anche sugli aumenti di capitale cosiddetti "aperti", ovvero in opzione agli azionisti, i quali si rivelano particolarmente difficili in una situazione di mercati azionari in deterioramento nei quali i prezzi azionari in rapida discesa rendono assai difficile, per le società emittenti, reperire finanza a mercato.

Quanto alle valutazioni sottostanti alla scelta del Fondo come controparte dell'operazione, le stesse trovano fondamento nel fatto che YA Global Investments LP ha una consolidata esperienza sui mercati internazionali ed ha una consistenza patrimoniale rilevante.

III NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

L'Aumento di Capitale in esame prevede l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, Codice Civile.

Con riferimento al prezzo di emissione proposto per l'Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione non ha ritenuto opportuno determinare un riferimento

al valore economico della Società e del Gruppo, ma un criterio cui il Consiglio stesso dovrà attenersi nel fissare il prezzo di emissione delle nuove azioni in sede di esecuzione dell'operazione, a causa del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di Aumento di Capitale e la sua concreta attuazione.

Pertanto, in considerazione delle specificità e delle caratteristiche del suddetto aumento di capitale, la presente relazione, emessa ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, Codice Civile e 158, primo comma, del DLgs 58/98, ha la finalità di esprimere un parere sulla congruità del criterio utilizzato dagli Amministratori per individuare il prezzo di emissione delle azioni.

IV DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nell'esecuzione del presente incarico, abbiamo esaminato la seguente documentazione:

- la Relazione illustrativa degli Amministratori di Yorkville datata 29 ottobre 2008 che, ai sensi dell'articolo 2441 sesto comma, illustra e giustifica la proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi del quinto e sesto comma del medesimo articolo;
- il contratto SEDA datato 31 ottobre 2008 e 10 novembre 2008;
- lo Statuto della Società;
- il verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, tenutasi in data 19 marzo 2008, che ha attribuito la delega al Consiglio di Amministrazione, ex articolo 2443 Codice Civile sino alla data della presente Relazione;
- i verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione di Yorkville bhn SpA tenutesi nel corso del 2008 sino alla data della presente Relazione;
- Il Resoconto intermedio di Gestione (Relazione trimestrale) del Gruppo Yorkville al 30 settembre 2008, non assoggettato a revisione contabile e approvato dal Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2008;
- l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni Yorkville bhn SpA relativo a un mese, a tre mesi, a sei mesi e ad un anno circa dalla data della Relazione del Consiglio di Amministrazione del 29 ottobre 2008;
- analisi e documentazione disponibili pubblicamente su operazioni simili;

- comunicati stampa emessi dalla Società in relazione all'operazione;
- ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Yorkville, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi dalla data della Relazione illustrativa degli Amministratori alla data odierna, o altri fatti o circostanze che possano avere un effetto sul criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni indicato nella Relazione illustrativa degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità del nostro Parere.

V IL CRITERIO ADOTTATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI

V.I Premessa

L'articolo 2441, quinto comma, Codice Civile, consente, qualora l'interesse della società lo esiga, di escludere o limitare il diritto d'opzione, a condizione che la deliberazione sia adottata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima.

Il successivo sesto comma del medesimo articolo prescrive che la proposta di aumento del capitale debba essere illustrata dagli Amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione (o della limitazione del diritto di opzione) ed il criterio adottato per la determinazione del prezzo di emissione. La deliberazione dell'assemblea determina il prezzo di emissione in base al valore del patrimonio netto tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

Come descritto nel precedente paragrafo III, nella fattispecie in esame il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di proporre, per l'Aumento di Capitale, non già la determinazione di un prezzo di emissione determinato nel suo valore assoluto, bensì quella di un criterio cui il Consiglio stesso dovrà attenersi nella successiva fase di esecuzione di ciascuna *tranche* dell'aumento di capitale in questione.

V.II Il criterio proposto dal Consiglio di Amministrazione per l'Aumento di Capitale

Nella Relazione illustrativa degli Amministratori è indicato in sintesi quanto segue. Il SEDA stipulato con il Fondo prevede che l'Aumento di Capitale sarà eseguito mediante sottoscrizione di singole *tranche* differite nell'arco dei prossimi 12 mesi.

Il Fondo è stato disponibile ad assumersi sin da ora l'impegno a sottoscrivere e liberare integralmente l'Aumento di Capitale in un arco di tempo ampio, ma solo a condizione che il prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti da tale aumento non fosse prestabilito ad oggi in misura fissa, ma fosse di volta in volta in linea con le quotazioni di borsa.

Il SEDA con il Fondo prevede quindi un criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale basato sul valore delle quotazioni che il titolo Yorkville avrà nei dieci giorni di borsa aperta immediatamente precedenti alla sottoscrizione delle singole *tranche* dell'Aumento di Capitale. In particolare, il SEDA prevede che: (i) Yorkville possa richiedere al Fondo la sottoscrizione di "*tranche normali*" (di importo compreso fra Euro 100.000 ed Euro 1 milione, aumentabili con il consenso del Fondo) o di "*tranche grandi*" (con un importo fino ad Euro 2 milioni, elevabile con il consenso delle parti), e che (ii) il prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale sia determinato come segue:

- per le "*tranche normali*", si prenderà a riferimento il minore dei prezzi medi giornalieri ponderati per i volumi scambiati (il "Valore di Riferimento") nei dieci giorni di borsa aperta successivi alla data di ricezione della richiesta di sottoscrizione della *tranche* inviata da Yorkville al Fondo ("Periodo di Formazione del Prezzo delle *tranche normali*"), e il prezzo di emissione delle azioni oggetto delle singola *tranche* sarà pari al 95 per cento del Valore di Riferimento;
- per le "*tranche grandi*", è previsto che il Fondo versi l'importo totale della *tranche* (in conto aumento di capitale) in un'unica soluzione, entro il quarto giorno di borsa aperta successivo al primo Periodo di Formazione del Prezzo delle "*tranche grandi*" e poi sottoscriva le azioni Yorkville di nuova emissione a blocchi aventi un controvalore minimo di euro 100.000 e massimo di euro 1 milione (aumentabili con il consenso del Fondo), entro il quarto giorno di borsa aperta successivo al decimo giorno di borsa aperta a partire dal giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del periodo preso a riferimento per la formazione del prezzo del blocco immediatamente precedente ("Periodo di Formazione del Prezzo delle *tranche grandi*" e,

insieme al Periodo di Formazione del Prezzo delle *tranche* normali, i "Periodi di Formazione del Prezzo").

L'ammontare dei singoli blocchi di una "*tranche grande*" sarà stabilito e comunicato da Yorkville al Fondo il giorno di borsa aperta precedente ad ogni Periodo di Formazione del Prezzo delle "*tranche grandi*" interessato, nell'ambito del controvalore minimo e massimo indicati sopra, fermo restando che al termine del Periodo di Formazione del Prezzo delle "*tranche grandi*", la "*tranche grande*" interessata dovrà essere interamente esaurita.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni relative a ciascun blocco di una "*tranche grande*" sarà comunicato da Yorkville al Fondo entro il giorno di borsa aperta successivo a quello in cui termina ciascun Periodo di Formazione del Prezzo delle "*tranche grandi*" e sarà pari al 95 per cento del Valore di Riferimento (cioè al minore dei prezzi medi giornalieri ponderati per i volumi scambiati) calcolato, per il primo blocco, durante i dieci giorni di borsa aperta successivi alla ricezione della richiesta di sottoscrizione della "*tranche grande*" inviata da Yorkville al Fondo, e, per i successivi blocchi di ogni "*tranche grande*" interessata, durante i successivi dieci giorni di borsa aperta a partire dal giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del periodo preso a riferimento per la formazione del prezzo relativo al blocco immediatamente precedente, secondo le modalità di esecuzione previste dal SEDA.

V.III Conclusioni raggiunte dal Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione della società ritiene che il criterio di determinazione del prezzo di emissione individuato sia in linea con la prassi di mercato seguita sino ad oggi per operazioni analoghe, caratterizzate dalla previsione di un ampio periodo di tempo (in questo caso 12 mesi) durante il quale può avvenire la sottoscrizione dell'aumento di capitale.

In sintesi nella Relazione illustrativa degli Amministratori è indicato quanto segue.

La scelta di non determinare oggi un prezzo prestabilito, ma di adottare un criterio da seguire per la futura determinazione del prezzo di emissione delle azioni di ciascuna *tranche*, appare in linea con la prassi di mercato seguita sino ad oggi per operazioni analoghe, caratterizzate dalla previsione di un ampio periodo di tempo durante il quale può avvenire la sottoscrizione delle azioni emesse.

Il riferimento al valore delle quotazioni che il titolo Yorkville avrà nei dieci giorni di borsa aperta immediatamente precedenti alla sottoscrizione delle singole *tranche* o dei singoli blocchi di ciascuna "*tranche grande*", appare idoneo a far sì che il prezzo di emissione delle nuove azioni trovi riferimento nel valore di mercato delle stesse e può essere ritenuto in linea con la prassi di mercato formatasi per operazioni di natura analoga a quella in esame. Non è peraltro possibile escludere che circostanze specifiche o eventi imprevedibili che dovessero verificarsi durante tale periodo possano avere un impatto nella determinazione del prezzo, anche se tale inconveniente è limitato dal fatto che il Periodo di Formazione del Prezzo inizia su richiesta della Società.

A differenza di quanto stabilito in relazione al criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni a servizio dei warrant, dove è stato previsto un prezzo minimo di sottoscrizione pari al valore del patrimonio netto contabile della società, nell'ambito dell'operazione oggetto del presente parere gli Amministratori hanno scelto di non prevedere un prezzo minimo di emissione in considerazione del fatto che il Periodo di Formazione del Prezzo inizia su richiesta della Società, la quale quindi può decidere, in caso di corsi di borsa inferiori al valore del patrimonio netto contabile o comunque particolarmente bassi, di non procedere alla richiesta di aumento di capitale.

L'ulteriore riferimento al minore dei prezzi medi giornalieri ponderati per i volumi scambiati e l'applicazione di uno "*sconto*" del 5 per cento su tale prezzo, costituiscono misure "*correttive*" del criterio base indicato al precedente capoverso finalizzate ad assorbire possibili manovre speculative di terzi sul titolo e a ridurre il rischio a carico del Fondo. Tali misure "*correttive*" sono state poste dal Fondo come condizione necessaria per assicurare il buon fine dell'operazione: il Fondo – avendo assunto l'impegno a sottoscrivere e liberare ciascuna *tranche* per un periodo di 10 anni – in assenza di tali misure "*correttive*" sarebbe stato infatti interamente esposto alla c.d. "*volatilità*" del titolo stesso per un arco di tempo molto ampio.

A giustificazione dell'applicazione di tali misure "*correttive*" gli Amministratori hanno analizzato i metodi di valutazione che vengono comunemente seguiti per operazioni analoghe e ritengono che esse siano allineate con la prassi di mercato.

L'incremento della partecipazione del Fondo nel capitale della Società, in esecuzione di quanto stabilito nel SEDA, anche con riferimento ai criteri di determinazione del prezzo di sottoscrizione delle nuove azioni, potrebbe determinare un effetto diluitivo del valore delle azioni della Società già in circolazione. Tuttavia potenziali effetti diluitivi saranno direttamente correlati e dipendenti dall'ammontare delle *tranches* di volta in volta deliberate dal Consiglio di amministrazione, a tutt'oggi non determinabile.

Ai sensi del SEDA, la Società riconosce al Fondo il diritto di rivendere in tutto o in parte le azioni sottoscritte senza limiti temporali di alcun genere.

A quanto precede si può aggiungere che il criterio di determinazione del prezzo di emissione ora illustrato non è in grado di attribuire premi di maggioranza, o simili, nemmeno in via indiretta, al di fuori della quotazione di borsa.

Non sono previsti *covenants* finanziari, ma solo informativi e relativi al rispetto delle norme contrattuali e della normativa vigente.

Infine, la Società riconoscerà all'*advisor* del Fondo una commissione in relazione a ciascuna "*tranche* normale" e "*tranche* grande" che verrà sottoscritta in forza dell'Aumento di Capitale, pari al 5 per cento dell'importo della *tranche* interessata.

In merito a quanto stabilito dal codice civile all'art. 2441, comma 6, ove si prevede che "*la deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazione dell'ultimo semestre*", si segnala che non esiste una dottrina unitaria sulla derogabilità di tali parametri, che tuttavia la dottrina maggioritaria sembra ammettere.

Alla luce delle suesposte considerazioni, il Consiglio di Amministrazione ritiene che l'esclusione del diritto di opzione, previsto dall'Aumento di Capitale, sia giustificato dall'interesse sociale, come motivato nella Relazione illustrativa degli Amministratori del 29 ottobre 2008.

VI LAVORO SVOLTO

Il nostro lavoro ha comportato le seguenti principali attività:

- la lettura della Relazione illustrativa degli Amministratori del 29 ottobre 2008 che individua le motivazioni per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- la lettura del contratto SEDA del 31 ottobre 2008 e del 10 novembre 2008;
- l'esame dello statuto vigente della Società;
- la lettura del verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, tenutasi in data 19 marzo 2008, che ha attribuito la delega al Consiglio di Amministrazione, ex articolo 2443 Codice Civile;

- l'esame dei verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione tenutesi nel corso del 2008 sino alla data della presente Relazione;
- l'analisi della Relazione trimestrale consolidata del Gruppo Yorkville al 30 settembre 2008, non assoggettata a revisione contabile ed approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 13.11.2008
- l'analisi delle valutazioni effettuate dalla Società e la raccolta di elementi utili per accertarne la ragionevolezza, l'idoneità tecnica e l'adequatezza, nelle circostanze, a determinare il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni relative all'Aumento di Capitale;
- l'analisi di conformità alla vigente normativa del criterio per la determinazione del prezzo di sottoscrizione delle azioni da emettere con l'esclusione del diritto di opzione;
- l'osservazione dell'andamento delle quotazioni di Borsa delle azioni Yorkville per intervalli temporali adeguati;
- l'effettuazione di ulteriori colloqui, analisi e raccolta di documentazione per l'accertamento della congruità del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerazioni in merito ad eventuali criteri alternativi di determinazione del prezzo;
- l'ottenimento delle attestazioni che, per quanto a conoscenza della Direzione di Yorkville, non sussistono modifiche significative alla documentazione da noi esaminata o altra documentazione rilevante di cui tener conto per l'espressione del nostro parere.

VII CONSIDERAZIONI SUL CRITERIO ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Con riferimento alla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, del criterio individuato dagli Amministratori, si osserva quanto segue:

- a) La scelta del Consiglio di Amministrazione di sottoporre all'approvazione degli azionisti non già la decisione in merito ad un puntuale prezzo di emissione, quanto piuttosto la determinazione di un criterio per la fissazione

del prezzo medesimo, risulta in linea con la prassi di mercato, tenuto conto del periodo di tempo intercorrente tra la delibera di aumento di capitale in oggetto e la concreta esecuzione dello stesso. Si rileva, tra l'altro, che tale tipologia di operazioni è stata oggetto di una specifica comunicazione Consob del luglio 2008 volta ad assicurare piena trasparenza del quadro informativo a disposizione del mercato per ciò che concerne, tra gli altri, il criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.

- b) Trattandosi di una società con azioni quotate in mercati regolamentati, il riferimento ai corsi di Borsa individuato dagli Amministratori appare, in linea di principio, coerente con la necessità di individuare un prezzo di emissione delle azioni. Infatti, le quotazioni di Borsa esprimono, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato stesso alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore delle società a 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 delle società.

Del resto, criteri valutativi basati sull'utilizzo di dati prospettici non sembrerebbero poter trovare specifica applicazione nella fattispecie, in considerazione del periodo di tempo intercorrente tra la delibera dell'aumento di capitale in oggetto e la concreta esecuzione del medesimo (fino a 12 mesi) ed in considerazione del probabile successivo cambiamento della struttura del Gruppo Yorkville in conseguenza di future acquisizioni ad oggi non definite.

- c) Quanto al periodo di osservazione dei prezzi medi giornalieri, individuato in un arco temporale successivo alla data di ricezione della richiesta di sottoscrizione avanzata da Yorkville al Fondo, tale scelta degli Amministratori appare ragionevole in quanto idonea a comportare l'effetto di identificare un prezzo di emissione che incorpori le attese del mercato sull'esito dell'operazione.
- d) La decisione degli Amministratori di applicare uno sconto al Valore di Riferimento, è stata motivata dagli stessi, in quanto prassi di mercato e necessaria al fine di assicurare il buon esito dell'operazione. L'entità dello sconto determinato dagli Amministratori risulta inoltre compreso nel *range* riscontrabile nel mercato azionario italiano con riferimento a operazioni aventi caratteristiche simili.

**VIII LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE
NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO E CRITICITA'
INDIVIDUATE NELL'OPERAZIONE**

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- l'Aumento di Capitale proposto dal Consiglio di Amministrazione ha definito le dimensioni massime dell'aumento senza indicare il prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione, limitandosi ad indicare il criterio di determinazione dello stesso. Pertanto, la presente Relazione non ha ad oggetto il prezzo di emissione delle nuove azioni oggetto dell'operazione, ma la congruità del criterio proposto dal Consiglio ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni. L'ampio lasso di tempo nel quale l'Aumento di Capitale potrà trovare realizzazione non consente comunque di escludere che, a fronte di mutate condizioni, quanto indicato dalla presente Relazione in ordine all'adeguatezza del criterio possa, alla data di esecuzione degli aumenti di capitale, risultare non più applicabile;
- in considerazione dell'estensione del periodo temporale su cui potrà realizzarsi l'aumento di capitale, gli amministratori non hanno ritenuto opportuno fare riferimenti al valore economico della società e del Gruppo;
- riteniamo opportuno evidenziare che le quotazioni di Borsa e l'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, sono soggetti a oscillazioni anche rilevanti nel corso del tempo, in relazione sia al quadro economico generale, sia a previsioni speculative. Pertanto, le valutazioni basate sui corsi di Borsa, pur se relative ad archi temporali di diversa ampiezza, potrebbero risentire di tali oscillazioni nel lasso di tempo in cui gli aumenti di capitale potranno trovare realizzazione;
- con particolare riferimento al segmento di mercato nel quale è quotato il titolo Yorkville (Mercato Expandi), è necessario sottolineare che il valore attribuito dal mercato potrebbe non costituire un punto di riferimento significativo dal momento che i volumi trattati ed i prezzi negoziati per le azioni non sono necessariamente il risultato di un numero sufficiente e continuativo di negoziazioni poste in essere dai soggetti economici operanti sul mercato, caratteristiche queste tipiche di un mercato poco liquido come è appunto il Mercato Expandi;
- poiché il meccanismo individuato dagli Amministratori non prevede l'individuazione di un prezzo minimo di emissione delle nuove azioni

(neppure in relazione al patrimonio netto contabile), l'applicazione del criterio adottato potrà comportare comunque l'esecuzione degli aumenti di capitale anche in presenza di corsi di borsa particolarmente depressi, in quanto influenzati da fattori straordinari speculativi od esogeni, nell'arco temporale rilevante per la fissazione del prezzo, anche se tale rischio è in linea di principio limitato dal fatto che la tempistica delle emissioni in base al SEDA è governata dalla Società in maniera tale da poter valutare di emettere azioni in momenti di mercato favorevoli;

- in base al contratto SEDA la Società riconosce al Fondo il diritto di rivendere in tutto o in parte le azioni sottoscritte in virtù dello stesso SEDA o altrimenti possedute dal Fondo senza limiti temporali e quantitativi di alcun genere: le eventuali operazioni di cessione delle azioni potrebbero comportare oscillazioni sulle quotazioni del titolo della Società con conseguenti effetti sulla determinazione del prezzo delle nuove azioni;
- in data 13 novembre 2008 il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di convocare l'Assemblea della Società per i provvedimenti ex Art. 2446 del Codice Civile in considerazione delle perdite maturate;
- gli Amministratori nella relazione illustrativa hanno indicato che non sussistono impegni definitivi per acquisizioni. Tale attestazione è stata confermata dal rappresentante legale della società alla data della presente relazione;
- la Società con comunicato stampa ai sensi dell'art. 114 DLgs N. 58/98 ha contestato la fondatezza delle pretese avanzate dal Gruppo Arena nell'atto di citazione notificato in data 30 settembre 2008 e con prima udienza, indicata da parte attrice, il 15 maggio 2009. In tale atto di citazione la parte attrice indica asserite inadempienze da parte delle società convenute (tra le quali YA Global Investments LP e Yorkville bhn SpA) nell'ambito di un contratto SEDA stipulato nel febbraio 2008, del quale peraltro non è parte la Yorkville bhn S.p.A., e presunte manovre atte ad influenzare l'andamento del titolo. La società provvederà a costituirsi in giudizio eccependo l'infondatezza in fatto ed in diritto delle pretese avanzate nei suoi confronti.

IX 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, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo VIII, esprimiamo parere favorevole, ai sensi del sesto

comma dell'articolo 2441 del Codice Civile e del primo comma dell'articolo 158 del DLgs 24 febbraio 1998, n° 58, sulla congruità del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni indicato nella Relazione illustrativa degli Amministratori, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni relative all'Aumento di Capitale.

Milano, 5 dicembre 2008

PricewaterhouseCoopers SpA



Luigi Migliavacca
(Partner)