

## Yorkville Advisors

Relazione di stima ex art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile per il conferimento delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, LLC e delle quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, LLC

6 Settembre 2010

## INDICE

GLOSSARIO.....	4
<b>1. INTRODUZIONE .....</b>	<b>5</b>
1.1 PREMESSA E SCOPO DELL'INCARICO .....	5
1.2 LIMITAZIONI .....	6
1.3 DOCUMENTAZIONE RICEVUTA .....	7
<b>2. LA STRUTTURA DELL'OPERAZIONE.....</b>	<b>9</b>
<b>3. ANALISI DELLE SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>12</b>
3.1 PROFILO SOCIETARIO.....	12
3.2 I FONDI GESTITI .....	13
3.3 RISULTATI STORICI .....	19
3.3.1 <i>L'andamento economico – Analisi consolidata</i> .....	19
3.3.2 <i>L'andamento patrimoniale</i> .....	24
3.4 IL BUSINESS PLAN .....	26
3.4.1 <i>Business Plan – Yorkville Advisors LLC (YA)</i> .....	28
3.4.2 <i>Business Plan – Yorkville Advisors GP, LLC</i> .....	30
<b>4. PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE .....</b>	<b>31</b>
<b>5. CRITERI DI VALUTAZIONE.....</b>	<b>31</b>
5.1 CRITERI ANALITICI .....	31
5.2 CRITERI DI MERCATO.....	32
<b>6. METODI DI VALUTAZIONE SCELTI .....</b>	<b>33</b>
<b>7. VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ: IL METODO FINANZIARIO (UDCF).....</b>	<b>34</b>
7.1 IL METODO FINANZIARIO (UDCF) .....	34
7.2 VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ .....	37
7.2.1 <i>Valutazione di Yorkville Advisors LLC (YA)</i> .....	37
7.2.2 <i>Valutazione di Yorkville Advisors GP LLC (YA GP)</i> .....	42
<b>8. VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ: IL METODO REDDITUALE .....</b>	<b>45</b>
8.1 IL METODO REDDITUALE LEVERED .....	45
8.2 VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ .....	46
8.2.1 <i>Valutazione di Yorkville Advisors LLC (YA)</i> .....	46
8.2.2 <i>Valutazione di Yorkville Advisors GP (YA GP)</i> .....	48
<b>9. VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ: IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA (METODO DI CONTROLLO) .....</b>	<b>50</b>
9.1 IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA.....	50
9.2 VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ .....	51
9.2.1 <i>Valutazione di Yorkville Advisors LLC</i> .....	52
9.2.2 <i>Valutazione di Yorkville Advisors GP LLC</i> .....	53
<b>10. SINTESI DEI RISULTATI .....</b>	<b>54</b>
<b>11. CONCLUSIONI .....</b>	<b>56</b>

ALLEGATI .....	57
ALLEGATO 1 – IL PANEL DELLE SOCIETÀ COMPARABILI .....	58
ALLEGATO 2 – BETA .....	59

## GLOSSARIO

A	Actual
AuM	Asset under Management
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CAGR	Compound Annual Growth Rate
Deloitte	Deloitte Financial Advisory Services S.p.A.
F	Dati previsionali
Fondo YA1	YA Global Investment L.P.
Fondo YA2	YA Global Investment II Ltd
Liquidating SPV	Società veicolo costituite al fine di liquidare asset del fondo
Ke	Costo del capitale proprio
MTA	Mercato Telematico Azionario
PC	Pre-consuntivo
SA	Surplus Assets
SPV	Special Purpose Vehicle
UDCF	Unlevered Discounted Cash Flow
WACC	Weighted Average Cost of Capital
YA	Yorkville Advisors LLC
YA GP	Yorkville Advisors GP LLC
Yorkville	Yorkville bhn S.p.A

## 1. INTRODUZIONE

### 1.1 Premessa e scopo dell'incarico

Yorkville bhn S.p.A., (di seguito definita “Yorkville” o il “Cliente”), costituita nel dicembre 1900 con la denominazione Broggi Izar Fabbriche Riunite, è tra le più antiche società quotate in Borsa Italiana (segmento MTA).

Yorkville è una società di investimento il cui azionista di riferimento è il fondo internazionale YA Global Investments LP, gestito da Yorkville Advisors LLC (di seguito “Yorkville Advisors, LLC” o “YA”) e da Yorkville Advisors GP, LLC (di seguito “Yorkville Advisors GP” o “YA GP”) (le “Società”).

Yorkville sta considerando l'opportunità di acquisire (la “Transazione”):

- la totalità delle quote di partecipazione nella società di diritto statunitense Yorkville Advisors LLC (“Quote YA”) e
- la totalità di una particolare categoria di quote di partecipazione con soli diritti patrimoniali nella società di diritto statunitense Yorkville Advisors GP (“Quote con Diritti Patrimoniali YA GP”).

Tali quote sono attualmente di proprietà del Sig. M. Angelo, del Sig. M. Beckman, del Sig. G. Eicke e del Sig. D. Gonzalez (di seguito le “Persone Fisiche”).

In particolare la Transazione sarà realizzata attraverso il possibile conferimento (il “Conferimento”) a Yorkville di quanto segue:

- fino alla totalità delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors LLC, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d’America), e
- fino alla totalità delle quote di partecipazione con soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP LLC, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d’America).

Le modalità del Conferimento e, più in generale, le modalità per l'acquisizione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP sono regolate da un contratto di acquisizione (“Acquisition Agreement”) il quale prevede tra l'altro:

- l'effettuazione di una prima parte del Conferimento pari al 5% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (“5% Iniziale”) effettuato da parte delle Persone Fisiche, attualmente componenti del Consiglio di Amministrazione di Yorkville (l'operazione risulta quindi essere tra parti correlate); e
- la possibile prosecuzione del Conferimento attraverso l'esercizio di un diritto di opzione di acquisto concesso a Yorkville (“Opzione”) dalle Persone Fisiche, sul restante 95% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (“Restante 95%”).

In tale contesto Yorkville bhn S.p.A. ha conferito a Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. (“Deloitte”) nella persona dell'Ing. Marco Vulpiani, Partner di Deloitte, l'incarico, a far data dal 16 Luglio 2010, per la predisposizione di una relazione di valutazione (“Relazione”) ex art. 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 YA GP.

La Relazione è stata predisposta con l'obiettivo di fornire indicazioni al Consiglio di Amministrazione di Yorkville in merito al valore attribuibile alle suddette quote nell'ambito della realizzazione della suddetta Transazione.

Riteniamo che, alla luce degli obiettivi dell'incarico, la definizione di valore più appropriata possa essere il Fair Market Value, ossia il valore al quale un bene potrebbe essere trasferito tra un acquirente e un venditore disponibili e non obbligati ad acquistare o a vendere, e quando entrambe le parti possiedono una conoscenza ragionevole dell'oggetto di interesse e del mercato di riferimento. Tale valore può assumere un significato distinto dal concetto di "prezzo", il quale viene determinato anche sulla base di aspetti contingenti e soggettivi.

L'incarico è stato svolto sulla base delle assunzioni e delle informazioni evidenziate nelle pagine seguenti, riferiteci dal management di Yorkville (di seguito definito il "Management") e considerate dallo stesso valide alla data della Relazione.

La data di riferimento del presente lavoro è fissata al 30 Giugno 2010.

## 1.2 Limitazioni

La Relazione esplicita un valore generale delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP. Il valore di scambio, o prezzo di un'operazione, dipende sia da stime tecnico-finanziarie che da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale, o da loro particolari attese e interessi. La Relazione necessariamente non riflette particolari attese di azionisti, aspetti negoziali o strategici.

Le metodologie ritenute più appropriate alla luce degli obiettivi dell'incarico sono state applicate al meglio delle nostre conoscenze. I risultati da noi stimati dipendono in parte da parametri influenzati da considerazioni di carattere soggettivo, e da elementi e informazioni identificati nella Relazione, la quale deve pertanto essere letta nella sua interezza.

Nel corso dell'incarico, Deloitte ha fatto uso di dati e informazioni, facendo affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza, senza dar corso ad alcuna verifica indipendente. Il nostro lavoro è stato pertanto svolto assumendo la veridicità, accuratezza, completezza e ragionevolezza dei dati e delle informazioni ricevute, che rimangono di esclusiva responsabilità del Cliente.

In particolare la valutazione delle Quote è stata basata sulle proiezioni contenute nel piano economico-finanziario predisposto dal management di YA e di YA GP per il periodo 2010-2014 ("Piano" o "Business Plan"). Le assunzioni ed il contenuto del Piano, incluso ogni eventuale aggiornamento, sono di esclusiva responsabilità del Management. I trend futuri dei ricavi e della redditività, incerti e variabili per natura, riflettono assunzioni in linea con la strategia delle Società. I destinatari della Relazione sono consapevoli che Deloitte non ha espresso alcuna opinione od altra forma di garanzia relativamente all'accuratezza, alla completezza e alla ragionevolezza delle informazioni relative alle proiezioni e contenute nella Relazione, e che la stessa, o parti di essa, non potrà essere interpretata come una promessa o un'indicazione della performance futura delle Società o di sue partecipate. Gli eventuali terzi che dovessero confidare su tali dati previsionali dovranno procedere autonomamente alle necessarie verifiche e indagini, come ritengano più opportuno.

I termini di una potenziale transazione riferita alle Società restano di competenza delle parti interessate; la Relazione, pertanto, non costituisce una raccomandazione circa possibili transazioni o prezzi riferiti alle Società.

Il Cliente non ci ha richiesto di esprimere il nostro parere in merito alle motivazioni economiche o strategiche alla base della decisione di realizzare la Transazione, così come non ci ha richiesto di fornire, né noi abbiamo provveduto a fornire, consulenze di natura legale, contabile o fiscale in relazione alla Transazione.

Eventuali sviluppi successivi alla data di emissione della Relazione potrebbero influire sulle conclusioni esposte nella stessa.

Non ci assumiamo alcuna responsabilità in relazione a possibili cambiamenti nei parametri di mercato e non aggiorneremo la Relazione per riflettere tali cambiamenti.

La Relazione è stata redatta allo scopo sopra descritto e va letta nella sua interezza. Non ci assumiamo alcuna responsabilità in caso di utilizzo avente finalità diverse da quelle citate nella Relazione ed in ogni caso nei confronti di terzi che verranno in possesso della presente o che verranno a conoscenza del suo contenuto.

La Relazione non potrà essere usata per finalità diverse da quelle indicate, fatto salvo il caso che ciò avvenga in ottemperanza a obblighi regolamentari o di legge o a richieste di Autorità alle quali non possa essere opposto un motivato rifiuto. Qualsiasi altro utilizzo della Relazione, o di parte di essa, dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte.

### 1.3 Documentazione ricevuta

Il nostro incarico si è basato sulla seguente documentazione, fornitaci dal Management:

- Prospetto di Stato Patrimoniale e Conto Economico consolidato di Yorkville Advisors relativo all'esercizio 2008 e 2009;
- Prospetto di Stato Patrimoniale e Conto Economico di Yorkville Advisors LLC relativo all'esercizio 2006 e 2007;
- Prospetto di Conto Economico e Stato Patrimoniale consolidato di Yorkville Advisors al 30/06/2010;
- Bilancio consolidato di YA Global Investments, LP e controllate al 31/12/2008
- Business Plan di Yorkville Advisors LLC relativo agli esercizi 2010 – 2014;
- Business Plan di Yorkville Advisors GP relativo agli esercizi 2010 – 2014;
- Relazione di Due Diligence realizzata da Deloitte & Touche LLP al 30/06/2010;
- Perizia “Valuation Report of Investments in certain Yorkville Advisors’ Hedge Fund Portfolios” realizzata da Valuation Research Corporation in data 30/09/2009;
- Lettera agli investitori relative ai fondi YA Global Investments, L.P. e YA Global Investments II, Ltd. aggiornata al 30/06/2010;
- Bozza dell’ Acquisition Agreement.

In aggiunta alla documentazione sopra menzionata, ci siamo avvalsi di ulteriori informazioni fornite dal Management e ulteriori informazioni relative al settore di riferimento delle Società,

reperite da studi predisposti da analisti indipendenti e/o da altre fonti pubblicamente disponibili.

I documenti e le informazioni utilizzate da Deloitte ai fini dello svolgimento del presente incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o certificazioni da parte di Deloitte stessa e dei suoi consulenti, coerentemente con il mandato ricevuto. Il nostro lavoro, pertanto, è stato effettuato assumendo la correttezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni utilizzate, che rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del Management di Yorkville.



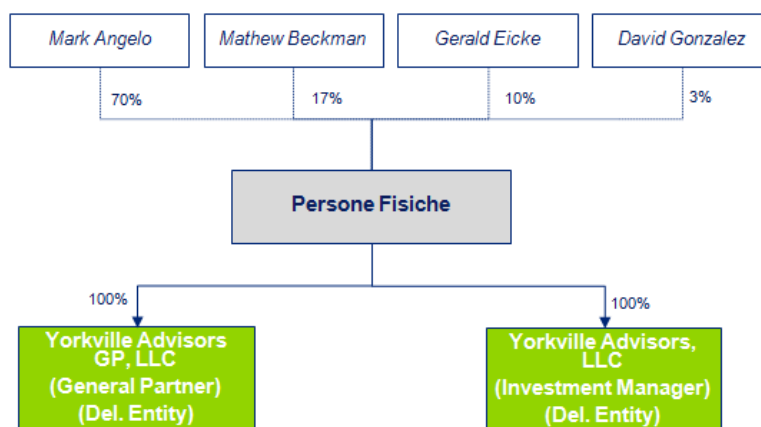
## 2. LA STRUTTURA DELL'OPERAZIONE

Yorkville bhn S.p.A., società quotata sul mercato italiano (segmento MTA), sta considerando l'opportunità di acquisire:

- la totalità delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, LLC;
- la totalità di una particolare categoria di quote di partecipazione con soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, LLC,

attualmente di proprietà del Sig. M. Angelo, Sig. M. Beckman, Sig. G. Eicke e Sig. D. Gonzalez.

Si riporta di seguito la struttura societaria delle società coinvolte nel processo di acquisizione.



In particolare la Transazione consiste nel possibile conferimento a Yorkville 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), e
- fino alla totalità di una particolare categoria di quote di partecipazione con soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, Limited Liability Company, ente costituito ai sensi della legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d'America). Tali quote (definite nell'Acquisition Agreement come *Class L Interests*) derivano dallo split delle quote attuali di YA GP in due distinte categorie (*Class L Interests* e *Class M Interests*) e attribuiscono al titolare la possibilità di percepire i flussi di reddito legati alle incentive fees.

Le modalità del Conferimento e, più in generale, le modalità per l'acquisizione delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP sono regolate dall'Acquisition Agreement. In particolare, l'Acquisition Agreement prevede:

- l'effettuazione di una prima parte del Conferimento pari al 5% delle Quote YA e dei Diritti Patrimoniali YA GP effettuato da parte delle Persone Fisiche, attualmente componenti del Consiglio di Amministrazione di Yorkville; e

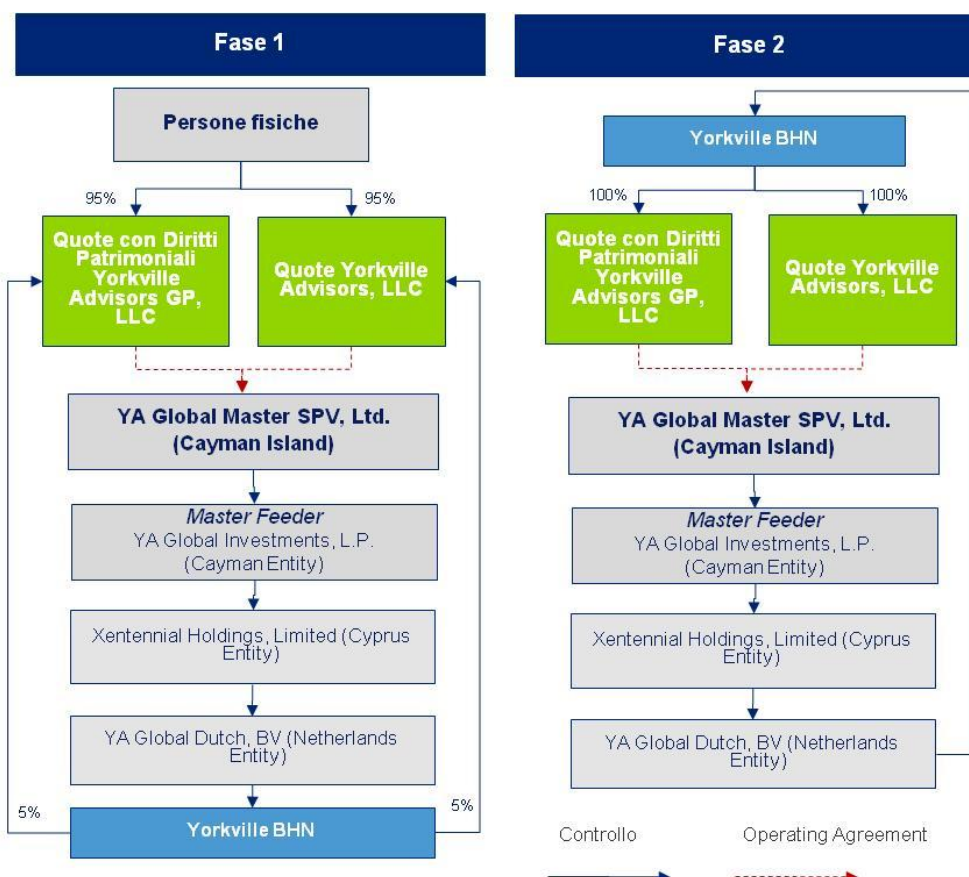
- la possibile prosecuzione del Conferimento attraverso l'esercizio di un diritto di opzione di acquisto concesso a Yorkville dalle Persone Fisiche, sul restante 95% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP.

La durata dell'Opzione call è pari a tre anni a far data dal 01/12/2010; entro tale periodo l'opzione potrà essere esercitata su tutto o su parte del restante 95%.

A fronte del Conferimento, il controvalore corrisposto alle Persone Fisiche per l'Iniziale 5% e per le successive tranches sino al completamento della Transazione è rappresentato da azioni di nuova emissione di Yorkville bhn emesse a fronte di specifici e dedicati aumenti di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione per gli attuali soci.

Di seguito si riportano le principali fasi dell'operazione:

- Fase 1:** Conferimento dell'iniziale 5% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP. A fronte del conferimento le Persone Fisiche riceveranno azioni di nuova emissione di Yorkville bhn S.p.A.
- Fase 2:** Conferimento in tranche del restante 95% mediante esercizio del diritto di opzione sino a completamento della Transazione (a fronte della quale Yorkville bhn S.p.A. avrà acquisito il controllo del 100% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP).



Si evidenzia come la Transazione, qualora finalizzata, costituirebbe un'ipotesi di operazione con parti correlate ai sensi dell'articolo 2391-bis c.c. e dell'articolo 71-bis del Regolamento

Emittenti, in quanto il capitale sociale delle Società YA e YA GP è interamente posseduto dai consiglieri di Yorkville, Gerald Eicke, Matthew Beckman, David Gonzalez e Mark Angelo; quest'ultimo in particolare è Vice Presidente di Yorkville e maggiore azionista di YA e YA GP.

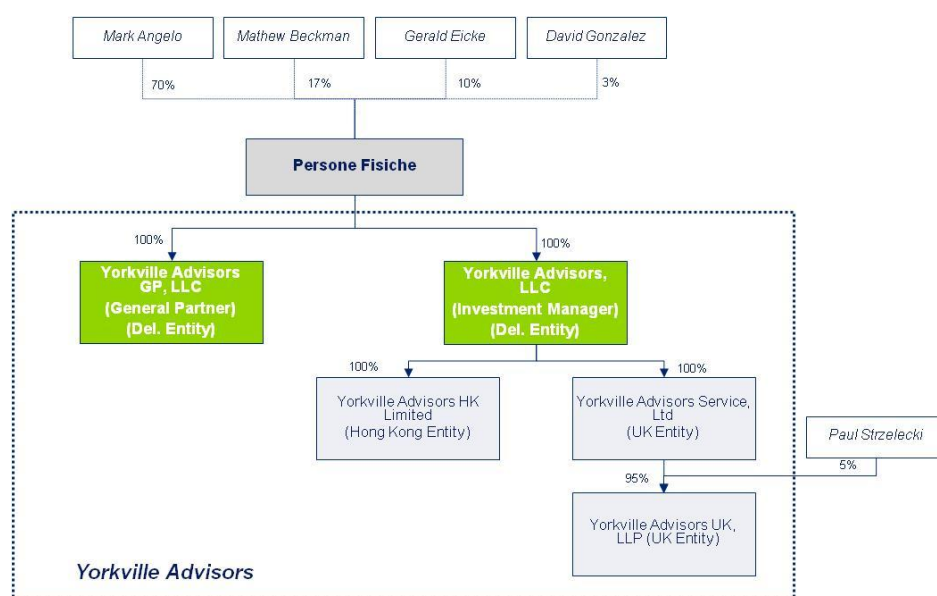
### 3. ANALISI DELLE SOCIETÀ OGGETTO DI VALUTAZIONE

Nella presente sezione si riporta una descrizione delle Società oggetto di valutazione e dei Fondi da queste gestiti.

#### 3.1 Profilo societario

Yorkville Advisors LLC (YA) e Yorkville Advisors GP LLC (YA GP) rappresentano due entità giuridiche *under common control* costituite ai sensi delle legge dello Stato del Delaware (Stati Uniti d’America).

In particolare le quote delle Società sono detenute dalle Persone Fisiche come evidenziato di seguito:



Il Gruppo Yorkville Advisors (attraverso le società che lo compongono) rappresenta la *management company* di un portafoglio di fondi di investimento con masse amministrate (Asset under Management – AuM) pari a circa 880 USD/mln al 31/12/2009.

Il Gruppo Yorkville Advisors (il cui fondatore e principale partner è Mark Angelo), propone investimenti in capitale di rischio e di debito, finanziando società a livello globale. La strategia di investimento non prevede particolari vincoli settoriali. Il portafoglio ha presenze significative nei settori Healthcare, Energia, Sfruttamento del sottosuolo, Tecnologia e telecomunicazioni, Real Estate e trasporti

Il Gruppo ha approssimativamente 50 dipendenti, con una specializzazione settoriale delle risorse dedicate agli investimenti. La società ha la propria sede in Jersey City (New Jersey) e conta anche uffici in Florida, Londra e Hong-Kong, oltre ad avere partner locali in Italia (BHN S.r.l.) ed in Grecia.

Il focus attuale del Gruppo consiste nell'effettuare investimenti strutturati in società a piccola e media capitalizzazione concentrandosi su strutture di finanziamento alternative non direzionali, inclusi strumenti di debito convertibili e non convertibili e altri investimenti azionari in società quotate e non quotate a livello mondiale. In particolare sono state realizzate numerose operazioni caratterizzate da una innovativa struttura finanziaria, SEDA (Standby Equity Distribution Agreement), che consiste nell'apporto di nuovo equity attraverso aumenti di capitale riservati al fondo, eseguibili a piena discrezione della società emittente.

E' stata inoltre approvata la partecipazione della management company al programma TALF (Term Asset-Backed Securities Loan Facility) creato dalla Federal Reserve; nel 2009 il portafoglio di fondi Yorkville Advisors ha investito circa 25 USD/mln in strumenti finanziari Tripla A.

Si riporta di seguito una sintetica descrizione delle attività delle singole società del Gruppo.

#### *Yorkville Advisors, LLC ("YA ")*

YA è la management company dei fondi di investimento YA Global Investment L.P. ("Fondo YA1") e YA Global Investment II Ltd ("Fondo YA2") la quale fornisce, in virtù di specifici accordi operativi con i Fondi ("*operational agreement*") varie tipologie di servizi di consulenza e gestione del portafoglio; le società da essa controllate sono:

- Yorkville Advisors HK Limited ("YAHK ")

YAHK ha iniziato la propria attività nel FY08 e dispone attualmente di sei dipendenti. La Società opera con un sub-advisory agreement con YA, parent company americana. L'approvazione degli investimenti del business HK è effettuata da YA.
- Yorkville Advisors Service, Ltd. ("YA UK Parent" o "YAS")

YA UK Parent è la holding company di Yorkville Advisors UK, LLP ("YAUK") di cui detiene una partecipazione del 95% (il restante 5% è di proprietà del managing director della società). La società opera tramite un sub-advisory agreement con YA, parent company americana di YAS. L'approvazione degli investimenti è effettuata da YA.

  - Yorkville Advisors UK, LLP ("YAUK ")

YAUK è la società operativa di YAS nel Regno Unito; ha iniziato la propria attività nel FY07 e dispone attualmente di due dipendenti.

#### *Yorkville Advisors LLC GP ("YA GP ")*

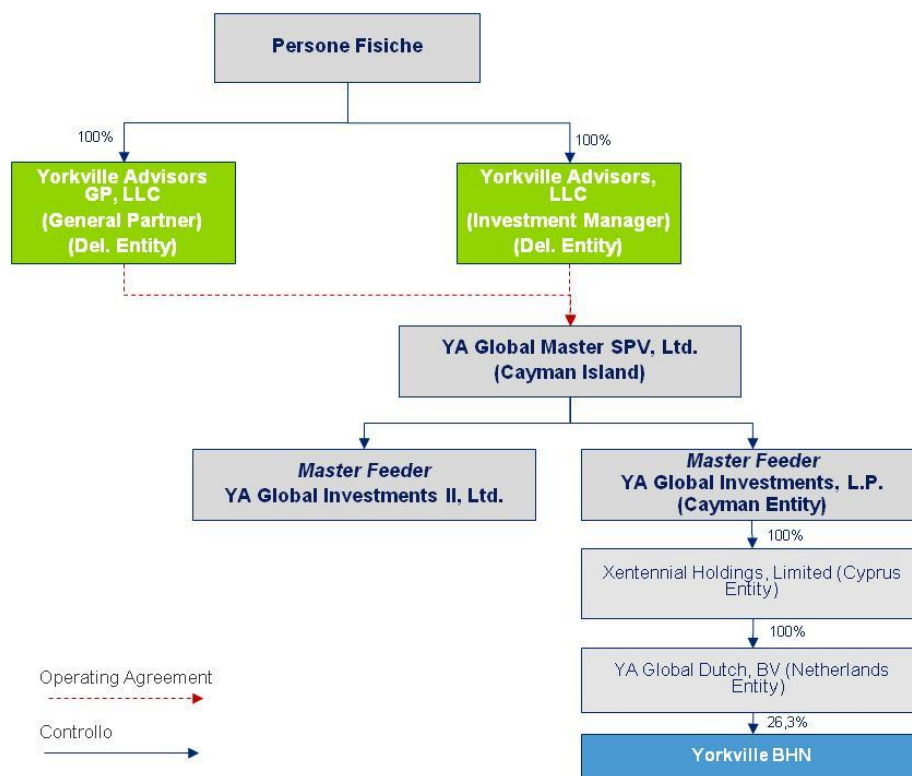
YA GP è il general partner dei fondi on-shore YA1 e YA2.

### **3.2 I Fondi gestiti**

I Fondi YA1 e YA2 sono gestiti dalla management company in virtù di particolari *Operating Agreement*.

Si rileva come al 05/08/2010 il fondo YA1, titolare indiretto del 100% del fondo YA Global Dutch BV (entità di diritto olandese) detenga una partecipazione pari a circa il 26,3% del capitale sociale di Yorkville bhn S.p.A.

Si riporta di seguito la struttura dei fondi con specifica evidenziazione della relazione di partecipazione del Fondo YA1 in Yorkville:



I fondi YA1 e YA2 (Master Funds), sono a loro volta strutturati in Feeder Funds on-shore (giurisdizione U.S.A.) e off-shore (giurisdizione non U.S.A.). Tali fondi sono funzionali alla raccolta di sottoscrizioni presso gli investitori *US taxable* ovvero costituiti come off-shore corporation e rivolti agli investitori *US tax-exempt* ed esteri. Il ricorso ad investimenti on e off-shore ha fatto emergere nel corso degli anni strutture articolate attraverso le quali Yorkville Advisors può rispondere più efficientemente, sotto il profilo fiscale e regolamentare, alle esigenze dei diversi investitori, soggetti a giurisdizioni e a forme di tassazione diverse.

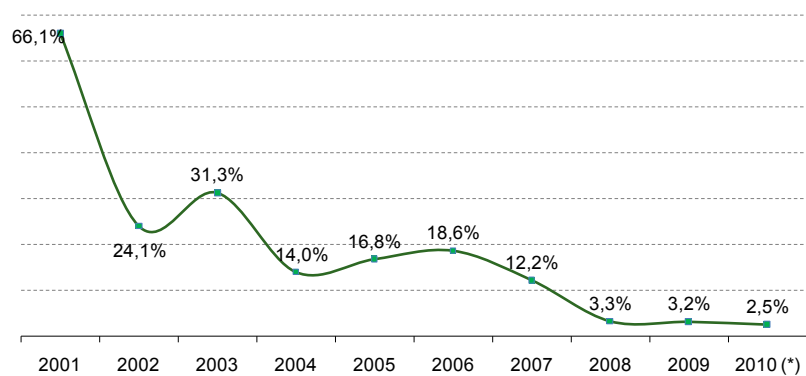
Di seguito si riepilogano alcune informazioni di carattere generale e alcuni highlights relativi ai fondi YA1 e YA2:

	Fondo YA1	Fondo YA2
<b>Informazioni generali</b>		
Data costituzione	Gennaio 2001	Aprile 2009
Investment manager	Yorkville Advisors, LLC	Yorkville Advisors, LLC
AUM (a giugno 2010)	827 USD/mln	27 USD/mln
Amministratore	SEI Investments Company	SEI Investments Company
Auditor	McGladrey & Pullenn, LLP	McGladrey & Pullenn, LLP
Advisor legali	Schulte Roth Zabel, LLP	Schulte Roth Zabel, LLP
<b>Indicatori di performance</b>		
Rendimento annuale capitalizzato (*)	19,0%	51,1%
Rendimento medio mensile (*)	1,5%	3,6%
Percentuale dei mesi con rendimento positivo (*)	88,6%	100,0%

(\*) Dati a Giugno 2010

Fonte: Yorkville

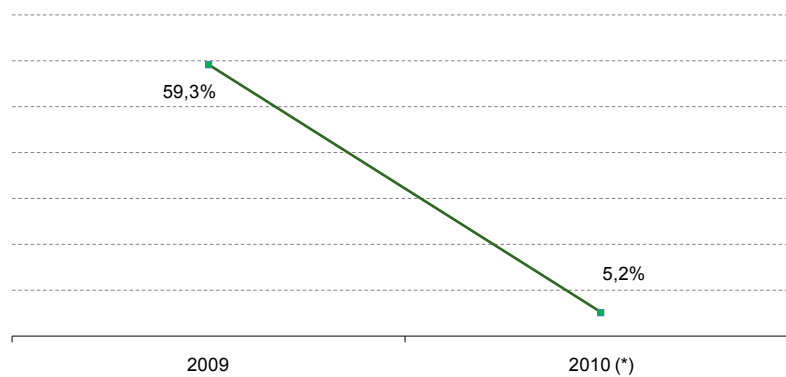
### Fondo YA1: rendimento storico



(\*) Dati a Giugno 2010

Fonte: Yorkville

### Fondo YA2: rendimento storico

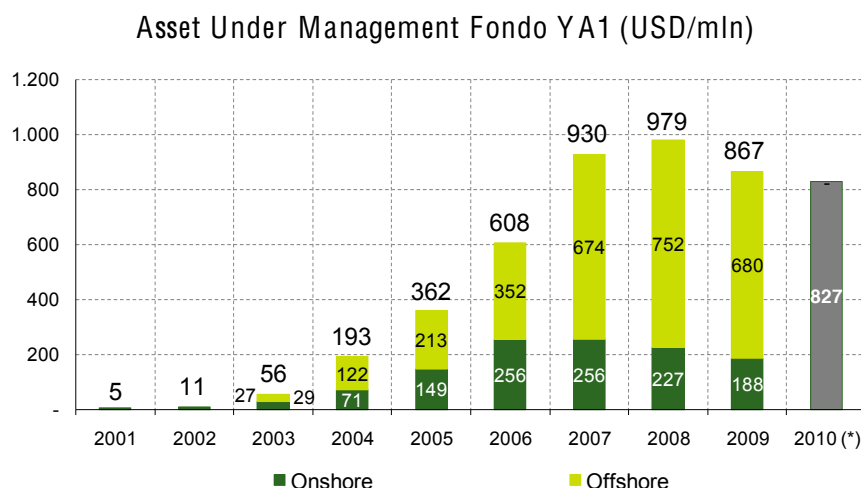


(\*) Dati a Giugno 2010

Fonte: Yorkville

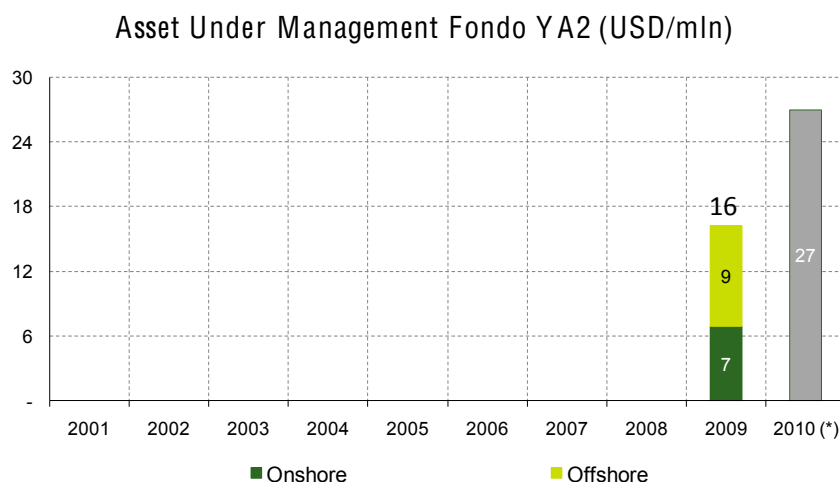
Nel corso del 2009 si è assistito ad una diminuzione del valore dell'AuM, dovuta principalmente all'inversione del trend del Fondo YA1. In particolare tale fondo, dopo aver fatto registrare una crescita dell'AuM costante dal 2001 al 2008, caratterizzata da un C.A.G.R. pari a circa il 112%, nel corso del 2009 ha mostrato una flessione negativa pari a circa l'11% rispetto al 2008.

Di seguito si riporta l'evoluzione dell'AuM relativo ai Fondi YA1 e YA2 ripartito tra Onshore e Offshore:



(\*)Dati a Giugno 2010

Fonte: Yorkville



(\*)Dati a Giugno 2010

Fonte: Yorkville

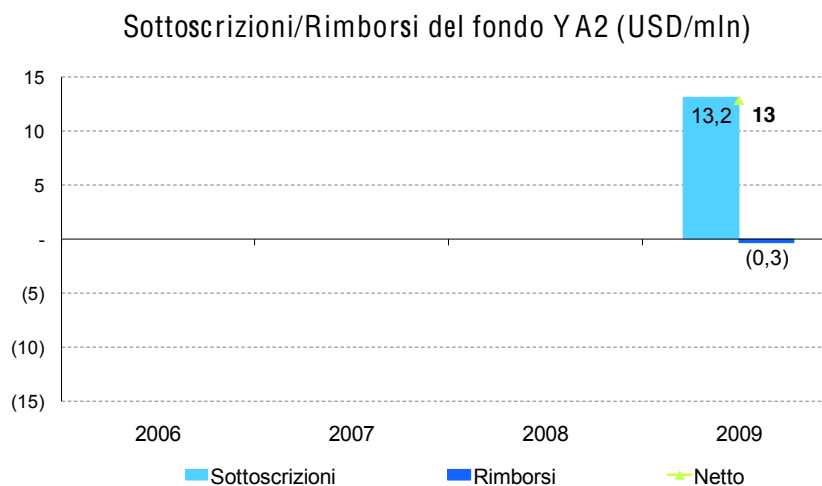
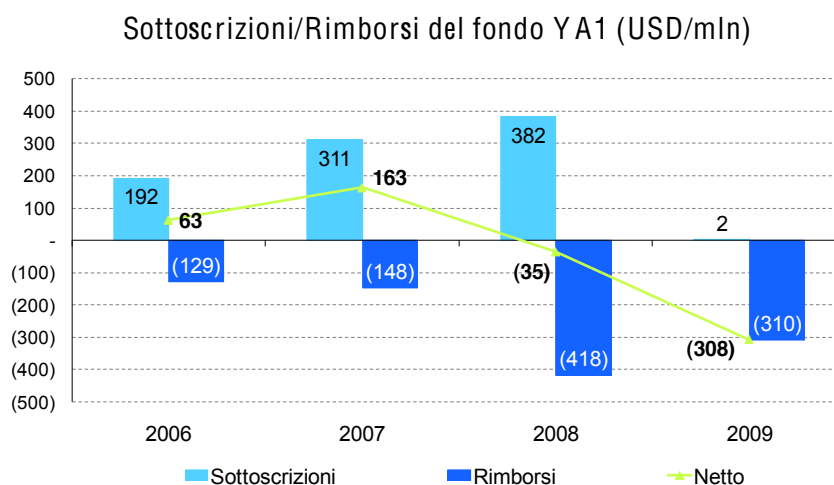
Le motivazioni di tale flessione sono relative principalmente al significativo livello di rimborsi (*redemptions*) richiesti dagli investitori del Fondo YA1 nel corso del 2009. In particolare, i rimborsi al netto delle sottoscrizioni, sono pari a circa 308 USD/mln nel 2009, a fronte di un importo pari a circa 35 USD/mln dell'anno precedente.

Il Management ha evidenziato come questo effetto sia stato la conseguenza di 2 fattori principali:



- calo significativo delle sottoscrizioni, che sono passate da circa 382 USD/mln del 2008 a 2 USD/mln circa del 2009.
- incremento significativo delle richieste di rimborso nel corso del 2009, pari a circa 310 USD/mln. Per tale motivo, non essendo il fondo YA 1 in condizioni di rimborsare le quote richieste dato che la maggior parte degli investimenti che il fondo aveva effettuato erano immobilizzati in strumenti illiquidi, con il consenso di alcuni investitori, si è optato per la costituzione di specifici veicoli societari (“*Liquidating SPV*”) al fine di gestire e liquidare alcuni asset necessari a rimborsare le quote.

Di seguito si riporta l’andamento annuale delle sottoscrizioni e dei rimborsi dei fondi YA1 e YA2:



Con riferimento al livello di concentrazione dell’AuM, è possibile osservare nella tabella riportata di seguito, come i cinque principali investitori rappresentino circa il 77,5% dell’AuM di Yorkville (escluso l’AuM delle SPVs in fase di liquidazione).

Investitori	Valore a Dic-09	
	(USD/mln)	(%)
Investor #1 (offshore)	129,1	24,9%
Investor #2 (offshore)	104,1	20,1%
Investor #3 (offshore)	86,5	16,7%
Investor #4 (offshore)	59,7	11,5%
Investor #5 (offshore)	21,9	4,2%
<b>Top 5 investors</b>	<b>401,3</b>	<b>77,5%</b>
<b>Totale AuM (al netto delle Liquidating SPVs)</b>	<b>518</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Yorkville

Con particolare riferimento alla tipologia di investitori si sottolinea come i due maggiori investitori siano relativi a Fondi pensione, mentre tra gli investitori più importanti sono presenti anche una grande banca saudita ed una grande società privata operativa nel Medio - Oriente.

Si riporta di seguito la ripartizione dell'AuM per tipologia di investitore:

Investitori	YA1	YA2
	(%)	(%)
Fondi Pensione	42,0%	
Family Office	18,0%	13,0%
Banche	15,0%	
Fondi di fondi	7,0%	45,0%
High Net Worth Individuals	10,0%	39,0%
Società	4,0%	
Partnerships	2,0%	
Trusts	2,0%	3,0%
	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Con riferimento al Fondo YA1, è possibile osservare come circa la metà del valore dell'AuM sia concentrato in pochi investimenti. In particolare, i primi 12 investimenti del fondo costituiscono circa il 45% del totale masse amministrate. Tra questi il più rilevante è quello nella Compass Resources Limited, società di estrazione mineraria operante in Australia.

Si evidenzia come la società, attiva nella ricerca e nello sfruttamento di miniere di metalli preziosi e uranio si trovi attualmente in una procedura fallimentare. Per tale società Yorkville sta elaborando una serie di piani di ristrutturazione da proporre ai creditori e agli azionisti.

Si evidenzia come nel corso del 2009, a fronte dell'incremento dell'attività di private equity del Fondo YA1, sia stata incaricata una società indipendente Valuation Research Corporation ("VRC") al fine di redigere una perizia di valutazione dei principali investimenti nel portafoglio di YA1.

Tale perizia ha evidenziato un Fair Value di tali investimenti superiore rispetto al costo storico di carico come evidenziato nella seguente tabella:

Investimenti	Fair Value		Costo investimento		Delta	%
	(USD/mln)	(%)	(USD/mln)	(%)	(USD/mln)	(%)
Compass Resources Limited	148,3	17,1%	31,4	12,7%	116,9	372,6%
Bluecreek Energy, Inc.	50,4	5,8%	25,6	10,4%	24,8	96,8%
Homeland Security Capital Corporation	45,8	5,3%	24,0	9,7%	21,8	90,5%
InterACTIVE Nutrition International, Inc.	37,2	4,3%	24,8	10,0%	12,4	50,1%
Westport Energy Partners, LLC	29,6	3,4%	25,9	10,5%	3,7	14,3%
Pacer Health Corp.	19,1	2,2%	21,0	8,5%	(1,9)	(8,8%)
Levitz Furniture, Inc.	17,3	2,0%	22,0	8,9%	(4,7)	(21,2%)
ZVUE Corporation	15,3	1,8%	25,1	10,2%	(9,8)	(39,1%)
KD Resources	14,2	1,6%	21,2	8,6%	(7,0)	(32,8%)
TelePlus World, Corp.	12,3	1,4%	16,3	6,6%	(3,9)	(24,2%)
Earthshell Corp.	2,7	0,3%	5,0	2,0%	(2,3)	(46,3%)
Kipling Holdings, Inc.	0,7	0,1%	4,5	1,8%	(3,8)	(84,7%)
<b>Subtotale</b>	<b>392,9</b>	<b>45,3%</b>	<b>246,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>146,2</b>	<b>59,3%</b>
Altri investimenti	474,1	54,7%				
<b>Totale AuM al 31/12/2009</b>	<b>867,0</b>	<b>100,0%</b>				

Fonte: Yorkville

L'obiettivo del nostro lavoro non ha compreso la valutazione degli investimenti dei fondi YA1 e YA2. La nostra analisi si è basata su informazioni fornite dal Management di Yorkville ritenendole accurate e complete sotto tutti gli aspetti. Qualsiasi modifica di tali informazioni potrebbe avere un impatto rilevante sulla nostra valutazione e sulle conclusioni.

### 3.3 Risultati storici

#### 3.3.1 L'andamento economico – Analisi consolidata

Si riporta di seguito il conto economico storico consolidato di YA e YA GP.

CONTO ECONOMICO	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
Management fee	8,7	13,0	19,5	15,4	7,8
Incentive fee	22,4	17,3	8,5	4,6	—
Altri ricavi	29,9	25,9	10,4	5,5	2,5
<b>Totale ricavi</b>	<b>61,0</b>	<b>56,2</b>	<b>38,4</b>	<b>25,5</b>	<b>10,3</b>
Costi totali	(29,7)	(34,4)	(28,2)	(20,6)	(8,3)
<b>EBITDA</b>	<b>31,4</b>	<b>21,8</b>	<b>10,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,0</b>
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	—	—	(0,2)	(0,2)	(0,0)
<b>EBIT</b>	<b>31,4</b>	<b>21,8</b>	<b>10,0</b>	<b>4,7</b>	<b>2,0</b>

Fonte: Yorkville

Con riferimento al primo semestre del 2010 si rileva come i dati pre-consuntivi non comprendano le potenziali incentive fees che sono riconosciute alla società solamente alla fine di ogni esercizio sociale.

Si evidenzia come YA GP, General Partner dei Fondi YA1 e YA2, percepisca unicamente le incentive fees relative ai fondi onshore. Il resto dell'attività di gestione è rappresentata dalla YA. Entrambe le Società svolgono quindi un'attività complementare nell'ambito della gestione dei Fondi YA1 e YA2. A tal fine, per migliore rappresentazione della dinamica evolutiva storica della *management company* si è proceduto ad analizzare i risultati a livello

consolidato. Nel presente capitolo si fornisce inoltre un'evidenziazione dei risultati storici separati per le due entità.

Dall'analisi dei risultati storici consolidati del gruppo Yorkville Advisors (generati dall'aggregazione dei dati di Yorkville Advisors LLC e Yorkville Advisors GP) si rileva una diminuzione media annua dei ricavi di circa il 25% nel periodo 2006-2009. Tale riduzione è, legata principalmente all'andamento negativo dei mercati finanziari tra il 2008 ed il 2009 che ha generato ripercussioni negative sulle performance dei fondi gestiti. Si rileva infatti come i ricavi di Yorkville Advisors siano direttamente correlati all'andamento dell'AuM ed in larga misura originati da commissioni di strutturazione, corrisposte direttamente dalle società oggetto di investimento, e da commissioni maturate sull'ammontare e sui rendimenti dei fondi gestiti, corrisposte dagli stessi fondi. I ricavi sono pertanto provenienti prevalentemente da margini contrattualmente determinati e sono rappresentati da:

- **Management fee**, ovvero commissioni di gestione che ammontano a circa il 2% dell'AuM gestito;
- **Incentive fee**, ovvero commissioni annuali riconosciute dal fondo al gestore pari a circa il 20% del risultato netto del fondo (stimato considerando anche le plusvalenze/minusvalenze non realizzate);
- **Altri ricavi**, costituiti da fee accessorie relative alle attività di Due Diligence, alla strutturazione delle operazioni, etc.

In particolare l'andamento economico negativo degli ultimi 2 esercizi (2008-2009) è principalmente legato ai seguenti fattori:

1. una richiesta di rimborso di una parte rilevante dei capitali investiti nel Fondo YA1 e la relativa costituzione di "*Liquidating Special Purpose Vehicles*" ("Liquidating SPV");
2. basse management fees per il lancio del fondo YA2;
3. performance negativa dei fondi tra il 2008 e il 2009 con conseguente riduzione delle incentive fees.

#### *Costituzione di Liquidating Special Purpose Vehicles*

Tra il 2008 ed il 2009 si è registrato un decremento di circa l'11% dell'AuM relativo al fondo YA1 a causa della significativa richiesta di rimborsi. I rimborsi al netto delle nuove sottoscrizioni sono stati pari a circa 307,6 USD/mln nel 2009 rispetto a circa 35,4 USD/mln nel 2008.

Fondo YA I	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
Sottoscrizioni	191,6	311,1	382,4	2,0	70,7
Rimborsi	(128,8)	(147,9)	(417,8)	(309,5)	(106,6)
<b>Totale</b>	<b>62,7</b>	<b>163,2</b>	<b>(35,4)</b>	<b>(307,6)</b>	<b>(35,9)</b>

Fonte: Yorkville

Secondo quanto riferito dal Management, il fondo non era in condizioni di rimborsare in cash le quote richieste dal momento che la maggior parte degli investimenti che il fondo aveva effettuato erano immobilizzati in strumenti illiquidi. Per tale motivo, con il consenso degli investitori, il fondo ha optato per la costituzione di Liquidating SPV al fine di gestire e liquidare alcuni asset e rimborsare le quote agli investitori. In particolare, a Dicembre 2009 circa 309 USD/mln di AuM sono stati destinati alle Liquidating SPV per le quali durante il primo periodo di gestione non era prevista alcuna remunerazione nei confronti del gestore.

Conseguentemente l'effetto combinato della riduzione dell'AuM dovuto all'incremento di richieste di rimborso e la costituzione di Liquidating SPV a zero commissioni hanno generato una riduzione dei ricavi per Yorkville Advisors come evidenziato nella seguente tabella:

	2008 A	2009 A
USD/mln		
YA1 Ricavi da Management fee	19,5	15,4
AuM medio	996,4	873,1
<b>Yield</b>	<b>2,0%</b>	<b>1,8%</b>

Fonte: Yorkville

#### *Riduzione management fees per lancio Fondo YA 2*

Al fine di favorire il lancio del fondo YA Global Investments II LP nel secondo trimestre del 2009, secondo quanto riferito dal Management, è stata definita una management fee pari a circa l'1,5% dell'AuM (0,5% inferiore rispetto alla media). Si rileva come l'AuM relativo al Fondo YA2 sia costituito anche da capitale apportato dai dipendenti e partner della società, sul quale non sono riconosciute management fees o incentive fees. Le seguente tabella evidenzia l'evoluzione trimestrale dell'AuM riferita al Fondo YA2 e le relative management fees.

	2009 A	2009 A	2009 A	2009 A	2009 A
USD/000	1° Trim	2° Trim	3° Trim	4° Trim	Totale
YA2 Ricavi da Management fee	---	5	26	42	73,2
AuM medio	---	2.500	9.100	14.100	6.400
<b>Yield</b>	<b>n.a.</b>	<b>0,20%</b>	<b>1,14%</b>	<b>1,20%</b>	<b>1,14%</b>

Fonte: Yorkville

#### *Performance negativa dei fondi – Riduzione incentive fees*

L'andamento negativo del Fondo YA1 nel corso del 2009 ha influenzato il trend negativo delle incentive fees che passano da 22,4 USD/mln nel 2006 a circa 3,9 USD/mln nel 2009. Tuttavia si rileva come a fine 2009 sia stata registrata una rivalutazione dell'AuM a seguito dei risultati emersi dalla perizia redatta dalla società Valuation Research Corporation

(“VRC”) la quale ha rilevato a Settembre 2009 una rivalutazione netta di circa il 59,3% dell’AuM.

Secondo quanto riferito dal Management, inoltre, la diminuzione del numero di transazioni effettuate dai fondi ha inciso sull’ammontare degli altri ricavi che hanno registrato tra il 2008 e il 2009 una diminuzione di circa 5 USD/mln. In particolare tali ricavi sono principalmente relativi a commissioni percepite dai fondi per lo svolgimento di attività di due diligence, strutturazione e monitoraggio degli investimenti.

I costi operativi rappresentano nel 2009 circa l’82% dei ricavi totali e sono diminuiti tra il 2008 e il 2009 di circa 7,6 USD/mln.

<b>COSTI TOTALI</b>	<b>2008 A</b>	<b>2009 A</b>	<b>2010 PC</b>
<i>USD/mln</i>			<b>Gen-Giu</b>
(Data service)	(0,4)	(0,4)	
(Consulting)	(0,5)	(0,8)	
Referral Marketing	(2,8)	(2,5)	
IT	(0,2)	(0,1)	
Special Events	(0,1)	(0,2)	
Office	(0,4)	(0,2)	
Telephone/Communication	(0,4)	(0,3)	
Advertising	(0,1)	(0,2)	
Meals/Entertainment	(0,2)	(0,2)	
Legal	(4,7)	(1,4)	
Accounting	(0,5)	(0,1)	
Professional	(0,2)	(0,2)	
Administration	(0,9)	—	
Employee Bonus (Pct. Of Incentive Fee)	(3,4)	(3,5)	
Payroll	(8,6)	(7,0)	
Rent	(1,0)	(1,3)	
Travel	(1,7)	(1,1)	
Insurance	(0,4)	(0,6)	
Other (excluding sub advisory fees)	(1,9)	(0,7)	
<b>Costi totali</b>	<b>(28,4)</b>	<b>(20,8)</b>	<b>(8,3)</b>
<i>di cui ammortamento</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,2)</i>	<i>(0,0)</i>
<b>% costi totali su Ricavi</b>	<b>(74%)</b>	<b>(82%)</b>	<b>(81%)</b>

Fonte: Yorkville

Si rileva come la principale voce di costo sia rappresentata dal costo del personale costituito da una parte fissa pari nel 2009 a circa 7 USD/mln e da una componente variabile dipendente dalla performance dei fondi.

La seguente tabella evidenzia l’evoluzione della marginalità nel periodo esaminato.

	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
<b>Totale ricavi</b>	<b>61,0</b>	<b>56,2</b>	<b>38,4</b>	<b>25,5</b>	<b>10,3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>31,4</b>	<b>21,8</b>	<b>10,2</b>	<b>4,9</b>	<b>2,0</b>
<i>EBITDA Margin</i>	<i>51%</i>	<i>39%</i>	<i>27%</i>	<i>19%</i>	<i>20%</i>
<b>EBIT</b>	<b>31,4</b>	<b>21,8</b>	<b>10,0</b>	<b>4,7</b>	<b>2,0</b>
<i>EBIT Margin</i>	<i>51%</i>	<i>39%</i>	<i>26%</i>	<i>18%</i>	<i>19%</i>

Fonte: Yorkville

La marginalità netta complessiva (EBIT) passa da 31,4 USD/mln nel 2006 a 4,7 USD/mln nel 2009, con un'incidenza sui ricavi che nel 2009 risulta pari a circa il 18%.

Si rileva come essendo le società classificate 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.

Nei seguenti paragrafi si riporta l'andamento economico delle singole Società.

### 3.3.1.1 L'andamento economico: Yorkville Advisors LLC

Il Conto Economico di Yorkville Advisors LLC (YA) comprende:

- Management fees;
- Incentive fees relative ai fondi offshore;
- Altri ricavi precedentemente descritti;
- Costi operativi precedentemente descritti.

Di seguito si riporta il prospetto di Conto Economico storico.

CONTO ECONOMICO	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
Management fee	8,7	13,0	19,5	15,4	7,8
Incentive fee	22,4	10,8	6,6	3,9	—
Altri ricavi	29,9	25,9	10,4	5,0	2,9
<b>Totale ricavi</b>	<b>61,0</b>	<b>49,6</b>	<b>36,5</b>	<b>24,4</b>	<b>10,7</b>
<i>Costi totali</i>	<i>(29,7)</i>	<i>(34,4)</i>	<i>(28,2)</i>	<i>(20,6)</i>	<i>(8,3)</i>
<b>EBITDA</b>	<b>31,4</b>	<b>15,2</b>	<b>8,3</b>	<b>3,8</b>	<b>2,4</b>
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	—	—	(0,2)	(0,2)	(0,0)
<b>EBIT</b>	<b>31,4</b>	<b>15,2</b>	<b>8,1</b>	<b>3,6</b>	<b>2,4</b>

Fonte: Yorkville

### 3.3.1.2 L'andamento economico: Yorkville Advisors GP (YA GP)

Secondo quanto riferito dal Management, il Conto Economico di YA GP si caratterizza per la presenza quale unica voce dei ricavi delle incentive fees relative ai fondi onshore.

La società non ha dipendenti.

Di seguito si riporta il prospetto di Conto Economico storico.

CONTO ECONOMICO	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
Management fee	---	---	---	---	---
Incentive fee	---	6,6	1,9	0,6	---
Altri ricavi	---	---	---	0,5	(0,4)
<b>Totale ricavi</b>	---	<b>6,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,4)</b>
Costi totali	---	---	---	(0,0)	---
<b>EBITDA</b>	---	<b>6,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,4)</b>
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	---	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	---	<b>6,6</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>(0,4)</b>

Fonte: Yorkville

Si rileva come il conto economico pre-consuntivo al 30 Giugno 2010 si componga unicamente di sopravvenienze passive.

### 3.3.2 L'andamento patrimoniale

La struttura patrimoniale di Yorkville Advisors si compone prevalentemente di attività correnti che nel 2009 ammontano a circa 10 USD/mln e a Giugno 2010 sono pari a 2,0 USD/mln. In particolare le attività/passività correnti comprendono:

- crediti per incentive fee. Secondo quanto riferito dal Management, tali poste sono relative a crediti correnti vantati dalla management company verso i Fondi gestiti ed in parte relative (deferred incentive fees) al sistema di remunerazione (compensation arrangement) concordato tra gestore e Fondi.
- Ratei passivi;
- Cassa operativa necessaria allo svolgimento del business.

STATO PATRIMONIALE	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
<b>Attività/Passività correnti</b>	<b>4,0</b>	<b>9,9</b>	<b>17,8</b>	<b>4,3</b>	<b>1,2</b>
Attività correnti	4,0	11,7	19,3	10,0	2,0
Cassa, titoli negoziabili	2,1	0,9	1,2	2,1	1,9
Crediti per incentive fee	n.d.	n.d.	8,5	4,4	n.d.
Crediti per deferred incentive fee	n.d.	n.d.	9,3	3,5	n.d.
Crediti per management fee	n.d.	n.d.	0,2	---	n.d.
Altri crediti	1,9	10,8	0,1	0,0	0,1
Altri crediti/debiti	---	0,1	0,0	---	---
(Ratei passivi)	---	(1,9)	(1,5)	(5,7)	(0,8)
<b>Attivo fisso</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>
Immobilizzazioni	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3
Altre attività	0,1	0,3	0,3	0,7	0,3
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>4,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,5</b>	<b>5,2</b>	<b>1,8</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>4,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,5</b>	<b>5,2</b>	<b>1,8</b>
<b>COPERTURE</b>	<b>4,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,5</b>	<b>5,2</b>	<b>1,8</b>

Fonte: Yorkville

Al 30/06/2010 non risultano debiti finanziari.

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale ripartita per le due Società (YA e YA GP).



## Yorkville Advisors GP

Il capitale investito netto della società è composto solamente da alcuni crediti intercompany.

STATO PATRIMONIALE	2009 A	2010 PC
USD/mln		Gen-Giu
<b>Attività/Passività correnti</b>	<b>0,2</b>	<b>0,1</b>
Attività correnti	0,0	0,0
<i>Cassa, titoli negoziabili</i>	0,0	0,0
Altri crediti/debiti	0,1	0,1
(Ratei passivi)	---	---
<b>Attivo fisso</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>
Immobilizzazioni	---	---
Altre attività	0,4	0,1
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>
<b>COPERTURE</b>	<b>0,6</b>	<b>0,2</b>

Fonte: Yorkville

## Yorkville Advisors LLC

Il capitale investito netto della società è costituito principalmente da attività correnti già precedentemente illustrate.

STATO PATRIMONIALE	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 PC
USD/mln					Gen-Giu
<b>Attività/Passività correnti</b>	<b>4,0</b>	<b>9,9</b>	<b>17,8</b>	<b>4,1</b>	<b>1,0</b>
Attività correnti	4,0	11,7	19,3	10,0	2,0
<i>Attività liquide operative</i>	2,1	0,9	1,2	2,1	1,9
<i>Crediti per incentive fee</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>8,5</i>	<i>4,4</i>	---
<i>Crediti per deferred incentive fee</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>9,3</i>	<i>3,5</i>	---
<i>Crediti per management fee</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>0,2</i>	---	---
<i>Altri crediti</i>	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>	<i>0,1</i>	0,0	0,1
Altri crediti/debiti	---	0,1	0,0	(0,1)	(0,1)
(Ratei passivi)	---	(1,9)	(1,5)	(5,7)	(0,8)
<b>Attivo fisso</b>	<b>0,4</b>	<b>0,6</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>
Immobilizzazioni	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3
Altre attività	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>4,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,5</b>	<b>4,6</b>	<b>1,6</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>4,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,5</b>	<b>4,6</b>	<b>1,6</b>
<b>COPERTURE</b>	<b>4,4</b>	<b>10,5</b>	<b>18,5</b>	<b>4,6</b>	<b>1,6</b>

Fonte: Yorkville

### 3.4 Il Business Plan

Si riporta di seguito il Business Plan consolidato predisposto dal Management delle Società.

BP - CONTO ECONOMICO	2010 PC	2010 F	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
USD/mln	Gen-Giu	Lug-Dic					
Management fee	7,8	9,5	17,3	17,7	19,3	21,7	24,2
Incentive fee	—	17,2	17,2	19,7	21,8	24,7	28,3
Altri ricavi	2,5	4,2	7,1	10,1	13,2	16,7	18,8
<b>Totale ricavi</b>	<b>10,3</b>	<b>31,0</b>	<b>41,7</b>	<b>47,4</b>	<b>54,3</b>	<b>63,1</b>	<b>71,3</b>
(Costi totali)	(8,3)	(14,3)	(22,6)	(26,1)	(28,6)	(31,7)	(35,3)
<b>EBITDA</b>	<b>2,0</b>	<b>16,6</b>	<b>19,0</b>	<b>21,3</b>	<b>25,7</b>	<b>31,4</b>	<b>36,0</b>
(Ammortamento)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
<b>EBIT</b>	<b>2,0</b>	<b>16,4</b>	<b>18,8</b>	<b>21,1</b>	<b>25,5</b>	<b>31,2</b>	<b>35,7</b>
(Imposte)	(0,8)	(6,9)	(7,7)	(8,6)	(10,4)	(12,7)	(14,6)
<b>Utile netto</b>	<b>1,2</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>	<b>12,5</b>	<b>15,1</b>	<b>18,4</b>	<b>21,1</b>

Fonte: Yorkville

Con riferimento al 2010 si evidenzia come il risultato d'esercizio del primo semestre non comprenda le potenziali incentive fees che, secondo quanto riferito dal Management, sono riconosciute alla società solamente alla fine di ogni esercizio sociale.

Si sintetizzano di seguito le ipotesi elaborate dal Management e sottostanti l'evoluzione attesa dell'Asset under Management:

AuM - Principali assumption	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F	C.A.G.R.
USD/mln						
<b>Fondo I (senza SPV)</b>						
Beginning AUM	557,9	558,9	610,1	700,8	803,0	10%
Sottoscrizioni	—	50,0	75,0	100,0	100,0	n.a.
Rivalutazioni	62,5	65,5	68,2	72,2	82,5	7%
(Redemption)	(61,5)	(64,3)	(52,5)	(70,0)	(70,0)	3%
<b>Ending AUM</b>	<b>558,9</b>	<b>610,1</b>	<b>700,8</b>	<b>803,0</b>	<b>915,4</b>	<b>13%</b>
<b>Media AuM</b>	<b>558,4</b>	<b>584,5</b>	<b>655,4</b>	<b>751,9</b>	<b>859,2</b>	<b>11%</b>
<b>Fondo I - SPVs</b>						
Beginning AUM	309,1	247,3	185,5	123,6	61,8	-33%
Sottoscrizioni	—	—	—	—	—	n.a.
Rivalutazioni	—	—	—	—	—	n.a.
(Redemption)	(61,8)	(61,8)	(61,8)	(61,8)	(61,8)	0%
<b>Ending AUM</b>	<b>247,3</b>	<b>185,5</b>	<b>123,6</b>	<b>61,8</b>	<b>—</b>	<b>-100%</b>
<b>Media AuM</b>	<b>278,2</b>	<b>216,4</b>	<b>154,6</b>	<b>92,7</b>	<b>30,9</b>	<b>-42%</b>
<b>Fondo II</b>						
Beginning AUM	16,2	45,4	119,5	194,6	281,3	104%
Sottoscrizioni	30,0	75,0	112,5	150,0	150,0	50%
Rivalutazioni	6,2	13,2	18,9	26,7	30,6	49%
(Redemption)	(7,0)	(14,0)	(56,3)	(90,0)	(105,0)	97%
<b>Ending AUM</b>	<b>45,4</b>	<b>119,5</b>	<b>194,6</b>	<b>281,3</b>	<b>356,9</b>	<b>67%</b>
<b>Media AuM</b>	<b>30,8</b>	<b>82,5</b>	<b>157,1</b>	<b>238,0</b>	<b>319,1</b>	<b>79%</b>

Fonte: Yorkville

#### Fondo Y A 1 (escluso AuM relativo alle SPV)

- Raccolta di nuove sottoscrizioni tra il 2011 e 2014 per circa 325 USD/mln in ragione delle previsioni di crescita del business;
- IRR stimato pari al 14% nel 2010, 14% nel 2011, 13% nel 2012, 12% nel 2013 e 2014 (comprensivo delle incentive fees da erogare alle società di gestione), stimato sulla base del rendimento storico del fondo antecedente al calo dei mercati finanziari;

- Rimborsi nel 2010 e nel 2011 pari rispettivamente a 61,5 USD/mln e 64,3 USD/mln ed a partire dal 2012, stimati pari a circa il 70% delle nuove sottoscrizioni;

#### Fondo YA 1 (AuM relativo alle SPV)

- Il Management prevede di liquidare gli asset in 5 anni ipotizzando un tasso di rimborso annuo pari al 20%.

#### Fondo YA 2

- Raccolta di nuove sottoscrizioni tra il 2010 e 2014 per circa 517,5 USD/mln, in ragione della fase di start-up del fondo e sulla base delle previsioni di crescita del mercato;
- Rendimento annuo (comprensivo delle incentive fee da erogare alle società di gestione) dell'AuM come di seguito riportato.

USD/mln	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
IRR	25%	20%	15%	14%	12%

Fonte: Yorkville

- Ammontare di rimborsi pari a 7 USD/mln nel 2010, 14 USD/mln nel 2011 e successivamente pari rispettivamente al 50%, 60% e 70% delle nuove sottoscrizioni realizzate tra il 2012 e il 2014. Il tasso di rimborso risulta più basso rispetto alle stime realizzate per il Fondo YA1 in ragione della fase di lancio che caratterizza il fondo.

Il Business Plan prevede una crescita dei ricavi 2010-2014 di circa il 14,4% all'anno generata principalmente dai rendimenti attesi relativi all'attività di gestione dell'AuM.

La marginalità operativa (EBIT) nell'arco di piano passa da circa 18,8 USD/mln per l'esercizio 2010 a 35,7 USD/mln nel 2014. Tale crescita è principalmente trainata dall'incremento dei ricavi in quanto si rileva un incremento contenuto dei costi operativi composti prevalentemente dal costo del personale.

Nel Business Plan sono inoltre state calcolate le imposte figurative determinate sulla base delle seguenti ipotesi:

- aliquota federale pari al 35%;
- aliquota marginale relativa allo Stato in cui hanno sede le società (New Jersey) pari al 9%. Le imposte statali non sono soggette all'aliquota federale.

Si riportano di seguito le principali ipotesi sviluppate dal Management per lo sviluppo del business plan di YA e YA GP.

### 3.4.1 Business Plan – Yorkville Advisors LLC (YA)

Si riporta di seguito il Business Plan di YA.

BP - CONTO ECONOMICO	2010 PC	2010 F	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
USD/mln	Gen-Giu	Lug-Dic					
Management fee	7,8	9,5	17,3	17,7	19,3	21,7	24,2
Incentive fee	---	13,1	13,1	14,7	16,1	18,0	20,6
Altri ricavi	2,9	4,2	7,1	10,1	13,2	16,7	18,8
<b>Totale ricavi</b>	<b>10,7</b>	<b>26,9</b>	<b>37,6</b>	<b>42,5</b>	<b>48,6</b>	<b>56,3</b>	<b>63,5</b>
(Costi totali)	(8,3)	(13,1)	(21,4)	(24,6)	(26,9)	(29,7)	(33,0)
<b>EBITDA</b>	<b>2,4</b>	<b>13,8</b>	<b>16,2</b>	<b>17,9</b>	<b>21,7</b>	<b>26,7</b>	<b>30,6</b>
(Ammortamento)	(0,0)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
<b>EBIT</b>	<b>2,4</b>	<b>13,6</b>	<b>16,0</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>26,5</b>	<b>30,3</b>
(Imposte)	(1,0)	(5,6)	(6,5)	(7,2)	(8,8)	(10,8)	(12,4)
<b>Utile netto</b>	<b>1,4</b>	<b>8,0</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,6</b>	<b>17,9</b>

Fonte: Yorkville

#### Ricavi

I ricavi di YA sono stati determinati sulla base delle seguenti assunzioni:

- **Management fee:** pari al 2% sull'AuM ed in linea con l'andamento storico e gli operating agreement stipulati tra la società e fondi gestiti;
- **Incentive fee:** pari al 20% del rendimento annuo dell'AuM relativo ai fondi off-shore; sull'Asset under Management relativo alle Liquidating SPV non sono previste incentive fees;
- **Altri ricavi:** le commissioni sulle operazioni sono state calcolate in funzione dell'evoluzione dell'AuM.

#### Costi totali

I costi operativi sono stati determinati per il 2010 sulla base dei dati storici ed ipotizzando dei saving relativi all'internalizzazione di alcune fasi del processo di gestione. In particolare si è ipotizzata l'internalizzazione dell'attività di ricerca di nuovi sottoscrittori sino ad oggi svolta attraverso specifici accordi con intermediari e la riduzione delle spese legali in quanto ribaltate ai fondi gestiti.

Secondo quanto riferito dal Management, a partire dal 2011 si prevede un incremento annuo dei costi operativi pari al 3% eccetto per il costo del personale per il quale si è ipotizzato un incremento del 15% annuo al fine di poter supportare la crescita dell'AuM.

Si è inoltre tenuto conto della remunerazione da corrispondere ai Partner (Partner Bonus) che a fronte della cessione delle proprie quote perderanno lo status di proprietari per diventare dipendenti.

Tale remunerazione è stata determinata nella misura del 30% dell'incentive fee in linea con quanto rilevato dall'analisi di società comparabili.

Si riporta di seguito l'evoluzione prospettica dei costi stimata dal management.

	2009 A	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
<b>USD/mln</b>						
Servizi informativi	(0,40)	(0,32)	(0,3)	(0,3)	(0,3)	(0,4)
Consulenze	(0,79)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)
Marketing	(2,50)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
IT	(0,14)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Eventi speciali	(0,24)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Spese di ufficio	(0,15)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Spese telefoniche	(0,33)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Pubblicità	(0,16)	---	---	---	---	---
Costi di rappresentanza	(0,16)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Spese legali	(1,40)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,5)	(0,6)
Spese di consulenza contabile	(0,14)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	(0,1)
Consulenze professionali	(0,22)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Costi amministrativi	---	---	---	---	---	---
Partner Bonus	---	(3,9)	(4,4)	(4,8)	(5,4)	(6,2)
Bonus per dipendenti	(3,53)	(2,50)	(3,9)	(4,4)	(4,9)	(5,7)
Costo del personale	(7,02)	(6,9)	(7,9)	(9,1)	(10,5)	(12,0)
Affitto	(1,28)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)
Spese di viaggio	(1,08)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,9)
Spese di assicurazione	(0,58)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,5)
Altri costi	(0,67)	(0,5)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
<b>Costi totali - US</b>	<b>(20,8)</b>	<b>(18,9)</b>	<b>(22,1)</b>	<b>(24,2)</b>	<b>(26,9)</b>	<b>(30,2)</b>
Costi di gestione degli uffici esteri		(2,7)	(2,8)	(2,9)	(3,0)	(3,0)
<b>Totale costi operativi</b>	<b>(20,8)</b>	<b>(21,6)</b>	<b>(24,8)</b>	<b>(27,1)</b>	<b>(29,9)</b>	<b>(33,2)</b>

Fonte: Yorkville

Le imposte figurative, sono state ipotizzate considerando un'aliquota del 40,85% determinata applicando l'aliquota federale pari al 35% e l'aliquota netta relativa allo stato del New Jersey pari al 5,85% (aliquota nominale pari al 9% al netto delle imposte federali).

Si riporta di seguito il dettaglio delle previsioni fornite dal Management con riferimento alla gestione delle Liquidating SPV, i cui ricavi sono rappresentati unicamente da management fees.

<b>BP - CONTO ECONOMICO SPVs</b>	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
<b>USD/mln</b>	<b>Gen-Dic</b>	<b>Gen-Dic</b>	<b>Gen-Dic</b>	<b>Gen-Dic</b>	<b>Gen-Dic</b>
Management fee	5,6	4,3	3,1	1,9	0,6
Incentive fee	---	---	---	---	---
Altri ricavi	---	---	---	---	---
<b>Totale ricavi</b>	<b>5,6</b>	<b>4,3</b>	<b>3,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>
(Costi totali)	(3,2)	(2,5)	(1,7)	(1,0)	(0,3)
<b>EBITDA</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>
(Ammortamento)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
<b>EBIT</b>	<b>2,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>
(Imposte)	(1,0)	(0,7)	(0,6)	(0,4)	(0,1)
<b>Utile netto</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>

Fonte: Yorkville

## Investimenti e Capitale Circolante

Gli investimenti sono stati stimati in linea con gli ammortamenti del periodo.

Il Capitale Circolante è stato determinato sulla base dell'incidenza storica sui ricavi.

	2009 A	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
<b>USD/mln</b>						
Capitale circolante netto	4,1	6,4	7,2	8,2	9,6	10,8
Totale ricavi	24,4	37,6	42,5	48,6	56,3	63,5
<b>CCN/Ricavi</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,0%</b>	<b>17,0%</b>

Fonte: Yorkville

### 3.4.2 Business Plan – Yorkville Advisors GP, LLC

Si riporta di seguito il Business Plan di YA GP.

<b>BP - CONTO ECONOMICO</b>	2010 PC	2010 F	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
<b>USD/mln</b>	<b>Gen-Giu</b>	<b>Lug-Dic</b>					
Management fee	---	---	---	---	---	---	---
Incentive fee	---	4,0	4,0	4,9	5,7	6,7	7,7
Altri ricavi	(0,4)	---	---	---	---	---	---
<b>Totale ricavi</b>	<b>(0,4)</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>6,7</b>	<b>7,7</b>
(Costi totali)	---	(1,2)	(1,2)	(1,5)	(1,7)	(2,0)	(2,3)
<b>EBITDA</b>	<b>(0,4)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
(Ammortamento)	---	---	---	---	---	---	---
<b>EBIT</b>	<b>(0,4)</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
(Imposte)	0,1	(1,3)	(1,2)	(1,4)	(1,6)	(1,9)	(2,2)
<b>Utile netto</b>	<b>(0,2)</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>

Fonte: Yorkville

I ricavi di YA GP LLC sono costituiti dalle incentive fees, stimate sulla base di quanto stabilito dagli operating agreement e ammontano al 20% del rendimento annuo dell'AuM gestito attraverso i fondi onshore.

Analogamente a quanto evidenziato nel paragrafo relativo alle previsioni di YA, si evidenzia come il risultato d'esercizio del primo semestre non comprenda le incentive fees, riconosciute alla società solamente alla fine di ogni esercizio sociale.

I costi operativi sono costituiti dal Partner Bonus stimato dal Management nella misura del 30% dell'incentive fee legata alla gestione dei fondi on-shore.

## 4. PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE

Con riferimento alle finalità della presente stima, è necessario premettere che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti ad individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi razionali di valutazione utilizzabili e, quindi, il valore aziendale loro connesso. Ciò significa, in sostanza, che ognuna delle metodologie disponibili meglio si adatta alla valutazione di una o di alcune specifiche fattispecie.

Nello svolgimento della valutazione sono stati seguiti i principi generali che devono ispirare le valutazioni e che possono essere così riepilogati:

- si è tenuto conto di tutte le informazioni provenienti sia dal Management sia da fonti esterne di mercato;
- la valutazione è stata eseguita in un'ottica "stand alone", cioè ipotizzando che le Società valutate continuino ad operare in via autonoma con le stesse caratteristiche di attività esistenti alla data di riferimento della valutazione stessa.

Per la selezione delle metodologie si è fatto ricorso ad un'analisi allargata delle metodologie potenzialmente utilizzabili in questo contesto. Dall'elenco generale di seguito esposto si è poi proceduto ad individuare quelle ritenute più adeguate nel caso in esame.

## 5. CRITERI DI VALUTAZIONE

I criteri di valutazione d'azienda possono essere ricondotti alle seguenti categorie:

- criteri analitici;
- criteri di mercato.

### 5.1 Criteri analitici

Il processo di valutazione d'azienda comporta l'analisi e la valutazione del suo patrimonio, formato da beni e rapporti attivi e passivi, nonché della sua posizione finanziaria, della sua capacità di reddito, della sua capacità di generare flussi finanziari, della qualità dell'organizzazione e delle risorse umane, nonché delle condizioni del mercato e della posizione competitiva dell'azienda.

In relazione a quanto sopra, i diversi metodi analitici di valutazione elaborati in dottrina ed adottati nella prassi premiano alternativamente il contenuto finanziario, reddituale o patrimoniale dell'azienda.

Tali metodi si distinguono in: finanziari, reddituali, patrimoniali e misti.

#### *Metodi finanziari*

I metodi finanziari si basano sull'assunto che un'impresa in funzionamento sia un investimento in atto e che, pertanto, la definizione del valore di un complesso aziendale sia definibile come un caso particolare dell'analisi economica degli investimenti. Secondo tali metodi, il valore economico di un'azienda è pari al valore dei flussi monetari complessivi

disponibili, attualizzati applicando un tasso pari al costo medio ponderato del capitale, il quale riflette il grado di rischio dell'investimento.

### *Metodi reddituali*

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. Le valutazioni attraverso i metodi reddituali sono basate sulla definizione della redditività tipica e prospettica, emergente dalle attività oggetto della valutazione.

Il reddito individuato, detto reddito normalizzato, deve pertanto essere depurato da tutti i componenti non ricorrenti oppure non attinenti all'attività tipica oggetto di valutazione..

### *Metodo patrimoniale semplice*

Con il metodo patrimoniale semplice, il valore scaturisce dalla contrapposizione delle attività, opportunamente valutate, e delle passività sulle quali viene espresso un giudizio di congruità. La valutazione delle attività può avvenire con diversi procedimenti, secondo la tipologia dei beni di cui si tratta, del settore di appartenenza dell'azienda e delle caratteristiche tipiche dell'azienda stessa.

### *Metodo patrimoniale complesso*

Con il metodo patrimoniale complesso, nel valore che nel metodo patrimoniale semplice scaturisce dalla contrapposizione delle attività, opportunamente valutate, e delle passività viene considerato anche il valore di attività intangibili non rappresentate nella situazione patrimoniale.

### *Metodi misti*

I metodi misti combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali.

Considerato il diverso peso che i vari metodi di valutazione danno ai fattori patrimoniali ed economici ed il peso e la volatilità delle previsioni di crescita, la tecnica professionale non produce un valore unico d'azienda, ma valori diversi, in funzione del variare del peso attribuito agli elementi presi in considerazione e delle assunzioni effettuate.

## **5.2 Criteri di mercato**

I metodi di valutazione di mercato sono basati sull'andamento dei mercati finanziari, sui giudizi di valore che essi implicitamente esprimono e sui prezzi di operazioni di acquisizione avvenute per aziende del medesimo settore. Tali metodi si basano sul confronto tra le caratteristiche strutturali, finanziarie e reddituali delle Società oggetto della valutazione e le analoghe caratteristiche presentate da un campione di società considerate comparabili, per le quali si disponga di notizie ed informazioni sufficienti.



### *Metodo delle quotazioni di borsa*

Il metodo delle quotazioni di borsa esprime il valore d'azienda sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati sul mercato borsistico. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tale metodologia dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni.

Il metodo delle quotazioni di borsa, analogamente al metodo dei multipli calcolati sui prezzi di borsa, non include premi strategici di controllo e negoziali, fattori per definizione non incorporati nel prezzo di borsa.

### *Metodo dei multipli*

Il metodo valuta l'azienda con riferimento a quotazioni di borsa di aziende operanti nello stesso settore o a valori di mercato rilevabili attraverso l'analisi di operazioni di compravendita azionaria o relativi ad aziende comparabili.

Obiettivo di tale metodologia è il confronto fra l'azienda da valutare e aziende comparabili dello stesso settore, cercando di stabilire, in rapporto al grado di comparabilità dell'azienda valutata con il campione di riferimento, parametri ragionevolmente utilizzabili per l'azienda oggetto di valutazione.

A tal fine il prezzo pagato per il trasferimento di partecipazioni e il prezzo di borsa di azioni delle società comparabili (capitalizzazione di borsa) vengono rapportati a grandezze significative dell'attività delle stesse, ottenendo un ambito di indicatori da applicare alle medesime grandezze riferite all'azienda oggetto di valutazione. In genere, gli indicatori più frequentemente applicati sono i rapporti Valore d'azienda/Fatturato, Valore d'azienda/EBITDA, Valore d'azienda/EBIT, Prezzo/utili e Prezzo/patrimonio netto.

Poiché risulta spesso difficile disporre di un campione significativamente comparabile con l'azienda oggetto di valutazione, il metodo in parola viene più frequentemente adottato come metodo di confronto ed utilizzato pertanto per verificare la ragionevolezza dei risultati ottenuti con altri metodi.

## **6. METODI DI VALUTAZIONE SCELTI**

La scelta dei criteri di valutazione più appropriati per la determinazione del valore d'azienda è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere premiati in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività.

Nel caso specifico, il processo di valutazione seguito fornisce, quindi, un valore di riferimento teorico d'azienda, nell'ipotesi che essa operi autonomamente, sulla base dati economici e patrimoniali esistenti e comunicati ai fini di questa stima. Il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto azionario, dipende, infatti, sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi. La presente valutazione può essere influenzata da considerazioni soggettive limitatamente alla scelta di alcuni parametri tecnici, e comunque

ispirata al principio della prudenza, mentre non sono stati presi in considerazione gli effetti delle eventuali sinergie derivanti da future operazioni né altri fattori di carattere strategico o aventi carattere negoziale. Va rilevato che fattori di carattere strategico o negoziale difficilmente possono, per loro natura, essere quantificati tecnicamente in un procedimento di valutazione professionale d'azienda.

Ai fini della determinazione di un valore del capitale economico delle Società, si è ritenuto opportuno utilizzare i seguenti metodi di valutazione:

- il metodo finanziario basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa operativi che le Società saranno in grado di produrre in futuro, denominato Unlevered Discounted Cash Flow ("UDCF"); tale metodologia consente un'adeguata valorizzazione degli aspetti caratterizzanti l'evoluzione futura; esso, infatti, correla il valore del capitale di un'azienda alla capacità di produrre flussi di cassa per la remunerazione dei terzi finanziatori e degli azionisti; l'adozione del metodo finanziario trova ragione nel fatto che la metodologia costituisce, per concorde dottrina, il metodo di valutazione più "razionale": il valore economico di un'azienda è infatti secondo la definizione classica dell'economia aziendale, un valore unico risultante dall'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici;
- il metodo reddituale che valuta l'azienda sulla base della redditività storica e prospettica. Tale metodo, pertanto, privilegia la capacità di reddito dell'azienda e prende in considerazione le grandezze patrimoniali solo per l'influenza che queste esercitano sul conto economico, attraverso l'incidenza degli ammortamenti, degli interessi passivi e di tutte le altre voci di tipo economico derivanti da grandezze patrimoniali.

Ai soli fini di un controllo delle risultanze delle metodologie principali, si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo dei multipli di borsa che determina il valore economico teorico di un'azienda sulla base dei prezzi evidenziati su mercati regolamentati per aziende ad essa comparabili.

## **7. VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ: IL METODO FINANZIARIO (UDCF)**

### **7.1 Il Metodo finanziario (UDCF)**

Il metodo finanziario dell'Unlevered Discounted Cash Flow individua il valore del bene oggetto di valutazione, sulla base dei flussi di cassa operativi generati in futuro. In particolare, secondo tale metodologia, il valore del capitale economico di una azienda è pari alla somma algebrica di:

- valore operativo, generalmente risultante dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione in un periodo di proiezione esplicita e del valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine di tale periodo (terminal value o valore residuo);
- valore di mercato di eventuali surplus asset non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati nella stima dei flussi di cassa operativi prospettici;
- Posizione Finanziaria Netta.

Il valore viene determinato, pertanto, attraverso l'applicazione della formula riportata di seguito:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{CF(t)}{(1+WACC)^t} + VT \frac{1}{(1+WACC)^n} + SA - PFN$$

Dove:

- W Valore corrente teorico del capitale dell'azienda che si intende valutare;
- CF(t) Flussi finanziari "unlevered" per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- VT Valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita;
- WACC Costo medio ponderato del capitale investito;
- SA Valore attribuito ai beni non strumentali ("Surplus Assets");
- PFN Consistenza dei debiti onerosi alla data di riferimento.

#### Valore dei flussi finanziari unlevered (CF(t))

I flussi di cassa considerati, nella loro formulazione "unlevered", sono i flussi di cassa generati dall'attività operativa dell'azienda, al lordo delle componenti finanziarie. Essi rappresentano, quindi, le risorse destinate al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nell'azienda, ossia gli azionisti ed i finanziatori.

Il processo di calcolo dei flussi di cassa disponibili per l'azienda è riassunto nel prospetto a lato.

Con riferimento al periodo di proiezione esplicita dei flussi di cassa, si evidenzia come l'orizzonte temporale dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine del periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale "equilibrio" (contraddistinto da un tasso di rendimento del capitale investito costante e sostenibile nel lungo termine, da variazioni tendenzialmente nulle di capitale circolante e da investimenti netti pari agli ammortamenti).

In particolare, i flussi finanziari unlevered CF(t) sono definiti come segue:

- Reddito operativo*
- (-) Imposte sul reddito operativo
- (+) Ammortamenti
- (+/-) Altre partite non monetarie
- (=) *Flusso di circolante della gestione corrente*
- (+/-) Investimenti/disinvestimenti in capitale circolante
- (=) *Flusso di cassa della gestione corrente*
- (-) Investimenti lordi per il mantenimento delle normali condizioni operative
- (=) *Flusso finanziario CF<sub>(t)</sub> (Unlevered Free Cash Flow)*

## Valore terminale (TV)

Il valore terminale rappresenta il valore operativo della società al termine dell'orizzonte di previsione, ed esprime la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa negli anni successivi al periodo di previsione esplicita. Dottrina e prassi professionale propongono diversi approcci alternativi:

- modello di capitalizzazione illimitata del flusso di cassa prospettico medio;
- modello del reddito operativo netto atteso in perpetuo;
- approccio dei “multipli d'uscita”;
- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di proiezione esplicita.

## Tasso di attualizzazione (WACC)

I flussi individuati nel metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow sono quelli operativi, destinati alla remunerazione dei fornitori di capitali sia di rischio che di debito. Il tasso di attualizzazione deve, quindi, essere rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori della società e dai soci per impiegare i propri capitali nell'azienda; tale tasso è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC= Weighted Average Cost of Capital), che si determina come segue:

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

dove:

$k_e$  = costo dei mezzi propri;

$k_d(1-t)$  = costo dei debiti finanziari (al netto dello scudo fiscale);

$E$  = capitale di rischio;

$D$  = indebitamento finanziario netto.

Il costo dei mezzi propri ( $k_e$ ) è definito come il costo opportunità del capitale di rischio dell'azienda, ossia il suo rendimento medio atteso. Ai fini della sua determinazione, la dottrina ha elaborato diversi modelli, tra cui il più accreditato risulta il Capital Asset Pricing Model (di seguito definito “CAPM”), definito come:

$$k_e = R_f + \text{Beta} \cdot (R_m - R_f) + \text{SCRIP}$$

dove:

$R_f$  = rendimento delle attività prive di rischio;

$(R_m - R_f)$  = premio per il rischio di mercato;

Beta = coefficiente relativo al rischio “non diversificabile” (systematic risk);

SCRIP: Small Cap Risk Premium.

Il costo del capitale di debito ( $k_d \cdot (1-t)$ ) è pari al tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered, al netto della fiscalità media effettiva  $t$  della società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Al fine della determinazione della struttura finanziaria è possibile ricorrere a diversi approcci operativi:

- struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa a valori di mercato, ipotizzando, quindi, implicitamente che nel lungo periodo la società avrà una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- struttura finanziaria prospettica della società, definibile in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (assumendo quindi che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel lungo periodo, a quella dei suoi competitor), oppure in base a valori attesi della composizione prospettica del capitale della società oggetto di valutazione.

#### Il valore delle attività accessorie (SA)

I surplus asset sono identificabili come le attività la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente la futura attività economica dell'impresa. Tali attività, normalmente caratterizzate da un profilo di rischio diverso da quello delle attività operative dell'azienda, devono essere valutate separatamente.

#### Posizione Finanziaria Netta (PFN)

Al fine di ricondurre il valore operativo della società (eventualmente maggiorato del valore delle attività accessorie) al valore teorico del capitale economico della stessa, è necessario sottrarre dal primo l'insieme delle risorse finanziarie che terzi finanziatori hanno investito a titolo di credito in azienda. Tale ammontare è rappresentato dall'indebitamento oneroso, al netto della liquidità (excess cash) alla data di riferimento della valutazione.

## 7.2 Valutazione delle Società

Si riportano di seguito le principali ipotesi di valutazione adottate per la stima del valore economico teorico delle due Società con particolare riferimento alla totalità delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, LLC (Quote YA) e alla totalità delle quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, LLC (Quote con Diritti Patrimoniali YA GP).

### 7.2.1 Valutazione di Yorkville Advisors LLC (YA)

Di seguito viene definito il processo di determinazione delle principali grandezze necessarie per la stima del valore corrente teorico del capitale della società valutata attraverso la metodologia UDCE.

#### Costo medio ponderato del capitale (WACC)

Per determinare il  $K_e$  abbiamo rilevato un campione di società operanti nello stesso settore di riferimento della Società (Asset Manager) oggetto di valutazione.

In particolare, nel caso specifico, gli elementi alla base del calcolo sono riepilogati di seguito:

- **Risk Free Rate:** pari al rendimento effettivo dei titoli di Stato USA con scadenza a 10 anni al lordo dell'inflazione (Fonte: Bloomberg, data di riferimento 30 Giugno 2010); la scelta di utilizzare un risk free nominale è collegata all'applicazione del tasso di attualizzazione a flussi di cassa nominali, così come espressi dai piani economico-finanziari forniti;
- **Market Risk Premium:** stimato per gli USA (Fonte: A. Damodaran [www.stern.nyu.edu/~adamodar](http://www.stern.nyu.edu/~adamodar));
- **Beta:** coefficiente rappresentativo del grado di rischio non diversificabile della Società rispetto al suo settore di riferimento; è stato stimato prendendo a riferimento un campione di società ritenute comparabili (nel seguito anche il "Panel") (fonte: elaborazioni Deloitte su dati Bloomberg – v. allegato 2);
- **Small Cap/Company Size Premium:** in considerazione della minore dimensione della Società rispetto al Panel di riferimento, è stato stimato un premio addizionale che rappresenti la maggior rischiosità di tali attività rispetto alle società comprese nel Panel (fonte: elaborazioni Deloitte su dati derivanti da "Duff & Phelps LLC – Risk Premium Report 2010");
- Il rapporto Equity/Totale Fonti (nel seguito anche "E/(D+E)") è stato stimato pari al 100%, coerentemente con la struttura finanziaria delle società oggetto di valutazione.

Di seguito viene riportata la tabella di dettaglio del calcolo del WACC:

Yorkville Advisors LLC	
Costo del capitale di rischio (ke)	
Risk free rate	2,9%
Beta unlevered	1,4
D/E	0,0
Beta relevered	1,4
Tax rate Beta relevered	40,9%
Market risk premium	4,5%
Size Premium	4,7%
<b>Ke</b>	<b>13,8%</b>
Struttura Finanziaria	
Peso del capitale di rischio E/(D+E)	100,0%
Peso del capitale di debito D/(D+E)	0,0%
<b>WACC</b>	<b>13,8%</b>

#### Valore dei flussi finanziari unlevered

Ai fini dell'applicazione del metodo UDCF per la determinazione del valore teorico del capitale economico di YA si è proceduto a stimare i flussi finanziari unlevered sulla base delle previsioni economico-finanziarie riportate nel Piano come di seguito evidenziato:

UDCF	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
USD/mln	Lug-Dic				
EBITDA	13,8	17,9	21,7	26,7	30,6
(Ammortamenti)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
<b>Risultato operativo</b>	<b>13,6</b>	<b>17,6</b>	<b>21,5</b>	<b>26,5</b>	<b>30,3</b>
(Imposte figurative)	(5,6)	(7,2)	(8,8)	(10,8)	(12,4)
<b>NOPAT</b>	<b>8,0</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,6</b>	<b>17,9</b>
Ammortamenti e svalutazioni	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
<b>Cash Flow lordo</b>	<b>8,3</b>	<b>10,7</b>	<b>12,9</b>	<b>15,9</b>	<b>18,2</b>
(Incremento)/decremento CCN	(5,4)	(0,8)	(1,0)	(1,3)	(1,2)
(Investimenti)/disinvestimenti	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>2,7</b>	<b>9,6</b>	<b>11,7</b>	<b>14,3</b>	<b>16,7</b>
Fattore di attualizzazione	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
<b>Free Cash Flow - Valore attuale</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,0</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>
<b>Free Cash Flow cumulato</b>	<b>39,8</b>				

Come riferito dal Management, nell'arco di Piano non sono previsti investimenti di natura straordinaria; in un'ottica di mantenimento del business gli investimenti sono stati ipotizzati pari agli ammortamenti.

I flussi finanziari così determinati sono stati attualizzati al WACC.

### Valore Terminale

Al fine di stimare il valore terminale (VT), si è determinato il flusso di cassa normalizzato della Società.

Per il valore terminale (VT), si è fatto ricorso al modello di capitalizzazione illimitata del flusso di cassa normalizzato, in base alla formula di seguito riportata.

$$VT = \frac{FCF_{\text{norm}} * (1 + g)}{(WACC - g)}$$

dove:

FCF<sub>norm</sub>= flusso di cassa normalizzato

g= tasso di crescita perpetuo del flusso di cassa normalizzato

WACC = costo medio ponderato del capitale

Il valore così ottenuto è stato scontato utilizzando un tasso pari al WACC.

Nel caso specifico per la stima del flusso di cassa normalizzato sono stati adoperati i seguenti parametri:

- flusso di cassa normalizzato: si è fatto riferimento all'EBIT dell'ultimo anno di piano normalizzato al fine di eliminare il margine legato alla gestione delle Liquidating SPV in quanto caratterizzate da un'attività di natura temporanea in grado di esaurire i propri effetti entro il 2014;

- imposte teoriche stimate applicando l'aliquota del 40,85% all'EBIT;
- variazione di CCN ipotizzata pari a 0;
- investimenti pari agli ammortamenti.

Nella tabella seguente si riepiloga il calcolo del FCF normalizzato.

<b>UDCF</b>	<b>Norm</b>
<i>USD/mln</i>	
EBITDA	30,3
(Ammortamenti)	(0,2)
<b>Risultato operativo</b>	<b>30,0</b>
(Imposte figurative)	(12,3)
<b>NOPAT</b>	<b>17,8</b>
Ammortamenti e svalutazioni	0,2
<b>Cash Flow lordo</b>	<b>18,0</b>
(Incremento)/decremento CCN	-
(Investimenti)/disinvestimenti	(0,2)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>17,8</b>

Ai fini della stima del Terminal Value il tasso di crescita del reddito normalizzato (g) è stato assunto pari al 2,8% sulla base delle previsioni di lungo periodo (2014) sull'andamento dell'inflazione statunitense elaborate dall'Economist Intelligence Unit (EIU – Country Forecast, Luglio 2010).

Il tasso di attualizzazione utilizzato nel modello di capitalizzazione illimitato è pari al WACC precedentemente determinato.

Si riporta di seguito il calcolo del valore attualizzato del Terminal Value:

<b>UDCF</b>	<b>TV</b>
<i>USD/mln</i>	
Free Cash Flow norm	17,8
Valore Terminale	166,6
<b>Valore Terminale - Valore attuale</b>	<b>99,5</b>

### La Posizione Finanziaria Netta (PFN)

La posizione finanziaria netta al 30/06/2010 risulta pari a 0.

### Valore del capitale economico

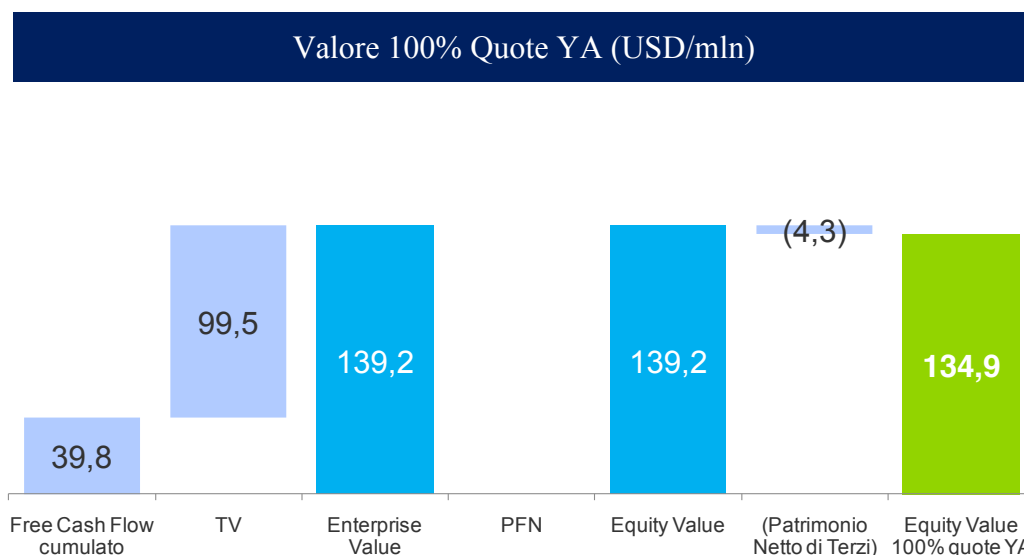
Si riporta di seguito la stima del valore del capitale economico del 100% delle Quote YA alla data del 30 Giugno 2010 determinato sulla base del metodo finanziario dell'unlevered discounted cash flow.



Si evidenzia come il valore del 100% delle Quote YA sia stato ottenuto sottraendo all'Equity Value consolidato la quota corrispondente di Patrimonio Netto di Terzi relativa al 5% della partecipazione in Yorkville Advisors UK, LLP, detenuta dal Managing Director della società.

Il Patrimonio di pertinenza di Terzi è stato valutato al Fair Value attribuendo a quest'ultimo una quota dell'Equity Value complessivo stimato con il metodo del UDCF.

Tale quota è stata determinata in funzione del contributo del Patrimonio Netto di Terzi contabile al patrimonio di Gruppo.



Si riportano di seguito i risultati di un'analisi di sensitività sul valore delle Quote YA in funzione di ipotesi alternative di grado di rischio (+/- 1,5% sull'ipotesi base di g e +/- 1,5% sul WACC).

**Sensitivity Analysis WACC/Tasso di crescita - 100% Quote YA (USD/mln)**

		<b>WACC</b>		
		12,3%	13,8%	15,3%
<b>Tasso di crescita</b>	1,3%	139,9	122,1	108,1
	2,8%	157,5	134,9	117,8
	4,3%	181,7	151,8	130,1

Si è inoltre effettuata un'analisi di sensitività sul valore delle Quote YA in funzione di una variazione del +/- 10% dell'AuM come di seguito riportato:

**Sensitivity Analysis AuM - 100% Quote YA (USD/mln)**

	-10,0%	0,0%	10,0%
Valore 100% Quote YA	116,6	134,9	153,3

## 7.2.2 Valutazione di Yorkville Advisors GP LLC (YA GP)

Di seguito viene definito il processo di determinazione delle principali grandezze necessarie per la stima del valore corrente teorico del capitale di YA GP e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP valutate attraverso la metodologia UDCF.

Come evidenziato in altre parti del documento, nel caso specifico di Yorkville Advisors GP LLC, l'oggetto del conferimento è rappresentato da una particolare categoria di quote di partecipazione portatrici di soli diritti patrimoniali.

In virtù di tale specificità, ai fini valutativi il valore economico della società è stato rettificato per tener conto della specifica classe di quote di partecipazione che verranno conferite in Yorkville bhn S.p.A.

A tal fine, per poter determinare il valore economico teorico delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP è stato applicato uno sconto specifico pari al 5% (Fonte: Business Valuation Discounts and Premiums, S. Pratt - Wiley) determinato sulla base del premio rilevato sul mercato statunitense tra le azioni con diritto di voto e le azioni che non incorporano tali diritti.

### Costo medio ponderato del capitale (WACC)

Si è fatto riferimento allo stesso costo del capitale utilizzato per la valutazione di YA.

### Valore dei flussi finanziari unlevered

Ai fini dell'applicazione dell'approccio UDCF per la determinazione del valore teorico del capitale economico di YA GP si è proceduto a stimare i flussi finanziari unlevered sulla base delle previsioni economico-finanziarie elaborate dalla società e precedentemente descritte.

Si riporta di seguito la stima dei flussi di cassa.

UDCF	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F
USD/mln	Lug-Dic				
EBITDA	3,2	3,5	4,0	4,7	5,4
(Ammortamenti)	-	-	-	-	-
<b>Risultato operativo</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,7</b>	<b>5,4</b>
(Imposte figurative)	(1,3)	(1,4)	(1,6)	(1,9)	(2,2)
<b>NOPAT</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
Ammortamenti e svalutazioni	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow lordo</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
(Incremento)/decremento CCN	-	-	-	-	-
(Investimenti)/disinvestimenti	-	-	-	-	-
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1,9</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>
Fattore di attualizzazione	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
<b>Free Cash Flow - Valore attuale</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>
<b>Free Cash Flow cumulato</b>	<b>9,3</b>				

I flussi finanziari così determinati sono stati attualizzati al WACC.

## Valore Terminale

Nel caso specifico per la stima del flusso di cassa normalizzato sono stati adoperati i seguenti parametri:

- flusso di cassa normalizzato: si è fatto riferimento all'EBIT dell'ultimo anno di piano;
- imposte teoriche stimate applicando l'aliquota del 40,85% all'EBIT;
- variazione del CCN ipotizzata pari a 0;
- investimenti pari agli ammortamenti.

Nella tabella seguente si riepiloga il calcolo del FCF normalizzato.

<b>UDCF</b>	<b>Norm</b>
<i>USD/mln</i>	<i>Gen-Dic</i>
EBITDA	5,4
(Ammortamenti)	-
<b>Risultato operativo</b>	<b>5,4</b>
(Imposte figurative)	(2,2)
<b>NOPAT</b>	<b>3,2</b>
Ammortamenti e svalutazioni	-
<b>Cash Flow lordo</b>	<b>3,2</b>
(Incremento)/decremento CCN	-
(Investimenti)/disinvestimenti	-
<b>Free Cash Flow</b>	<b>3,2</b>

Ai fini della stima del Terminal Value il tasso di crescita del reddito normalizzato (g) è stato assunto pari al 2,8% sulla base delle previsioni sull'andamento dell'inflazione statunitense elaborate dall'Economist Intelligence Unit (EIU – Country Forecast, Luglio 2010).

Il tasso di attualizzazione utilizzato nel modello di capitalizzazione illimitato è pari al WACC precedentemente determinato.

Si riporta di seguito il calcolo del valore attuale del Terminal Value:

<b>UDCF</b>	<b>TV</b>
<i>USD/mln</i>	
Free Cash Flow norm	3,2
Valore Terminale	30,0
<b>Valore Terminale - Valore attuale</b>	<b>17,9</b>

## La Posizione Finanziaria Netta (PFN)

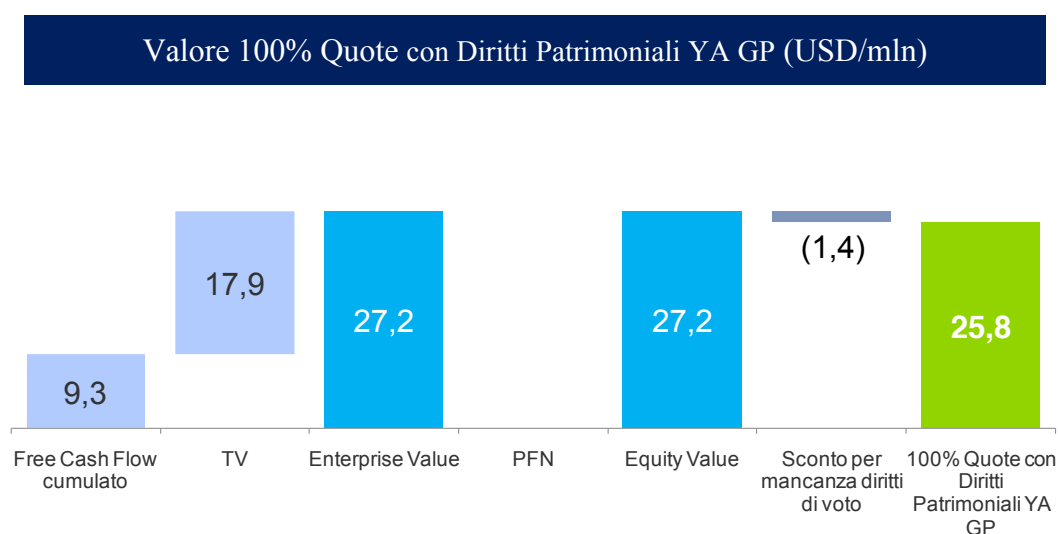
La posizione finanziaria netta al 30/06/2010 risulta pari a 0.

## Valore del capitale economico

Di seguito si riporta la stima del valore del capitale economico della società alla data del 30 Giugno 2010 determinato sulla base del metodo finanziario dell'unlevered discounted cash flow.

In particolare, come evidenziato precedentemente al fine di determinare il valore economico delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP si è provveduto a rettificare tali valori applicando uno sconto del 5%.

La seguente tabella riporta i risultati della valutazione del 100% delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP.



Si riportano di seguito i risultati di un'analisi di sensitività sul valore delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP in funzione di ipotesi alternative di grado di rischio (+/- 1,5% sull'ipotesi base di g e +/- 1,5% sul WACC).

## Sensitivity Analysis WACC/Tasso di crescita - 100% Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (USD/mln)

		WACC		
		12,3%	13,8%	15,3%
Tasso di crescita	1,3%	26,7	23,5	21,0
	2,8%	29,8	25,8	22,8
	4,3%	34,1	28,8	24,9

Si è inoltre effettuata un'analisi di sensitività sul valore delle Quote YA in funzione di una variazione del +/- 10% dell'AuM come di seguito riportato:

## Sensitivity Analysis AuM - 100% Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (USD/mln)

	0	-10,0%	0,0%	10,0%
Valore 100% Quote GP		24,0	25,8	27,6

## 8. VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ: IL METODO REDDITUALE

### 8.1 Il Metodo reddituale levered

Il metodo reddituale si fonda sul concetto generale che il valore dell'azienda (W) dipende unicamente dai redditi attesi che essa è in grado di produrre:

$$W = f(R)$$

Il valore è, quindi, funzione di:

- flussi dei redditi futuri attesi nell'arco temporale assunto nella valutazione;
- tasso di capitalizzazione/attualizzazione espressivo del rendimento-rischio del capitale.

La funzione presenta poi una diversa configurazione a seconda che i redditi si presumano:

- di durata limitata;
- di durata illimitata.

La rendita limitata appare preferibile nei casi in cui la produzione del reddito risulti fortemente condizionata dai fattori che hanno una valenza limitata nel tempo (ad esempio l'opera di determinati soggetti). In particolare, si assume il valore del capitale economico W pari al valore attuale al tasso i dei flussi di reddito R, per un periodo pari a n anni:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n R_{(t)} (1+i)^{-t} \right] + SA$$

Nel caso di durata illimitata, la formula valutativa è funzione del valore attuale, al tasso i della rendita perpetua R:

$$W = \frac{R}{i} + SA \text{ oppure } \frac{R(1+g)}{(i-g)} + SA$$

In entrambi i casi vengono poi aggiunti i valori attribuibili ad eventuali surplus assets (SA).

### *Il reddito normalizzato*

Il primo importante fattore da determinare per l'applicazione del metodo prescelto è rappresentato dal reddito medio normalizzato atteso R.

Al riguardo esistono diverse alternative a seconda che la capacità di reddito attesa venga determinata sulla base della capacità di reddito già dimostrata in passato e/o su quella dimostrabile in futuro.

Non vi è dubbio che, sotto il profilo metodologico il riferimento ai risultati prospettici è coerente con i presupposti concettuali su cui si fonda la teoria della valutazione d'azienda, per la quale assumono rilievo unicamente i risultati futuri. Ciò vero, non si può, tuttavia, ignorare l'incertezza connessa alla stima di tali risultati e la circostanza, non meno rilevante, che lo sviluppo della redditività richieda spesso un nuovo esercizio di capacità imprenditoriali attinenti i prodotti, i processi, le tecnologie e l'organizzazione d'impresa in generale; la cui individuazione, nell'ambito del processo sintetico di cui sopra, non è semplice.

Per quanto riguarda la composizione del reddito da utilizzare come base per il calcolo del valore d'azienda, la dottrina è concorde nel consigliare l'utilizzo dei redditi normalizzati. I redditi da capitalizzare debbono essere, infatti, quelli espressivi della capacità normale di generazione degli utili.

Con la definizione di “reddito medio-normale” s'intende quello che l'azienda è in grado di produrre per un periodo di tempo durevole, escludendo componenti di reddito straordinarie e non ricorrenti, che possono comportare variazioni in aumento o in diminuzione del risultato dei singoli esercizi. Ciò senza per questo poter essere considerate espressive di una durevole capacità di generazione di reddito dell'azienda.

## 8.2 Valutazione delle Società

Si riportano di seguito le principali ipotesi di valutazione adottate per la stima del valore delle due Società con particolare riferimento alla totalità delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, LLC (Quote YA) e alla totalità delle quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP, LLC (Quote con Diritti Patrimoniali YA GP).

### 8.2.1 Valutazione di Yorkville Advisors LLC (YA)

Di seguito viene definito il processo di determinazione delle principali grandezze necessarie per la stima del valore corrente teorico del capitale della società valutata attraverso il metodo reddituale.

#### Tasso di sconto

Il tasso di sconto applicato ai fini della valutazione è pari al costo del capitale proprio (“K<sub>e</sub>”) stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model. Per la stima di tale tasso si rimanda ai paragrafi precedenti.

#### Valore del capitale economico

Al fine di determinare il reddito netto normalizzato si è fatto riferimento alla media dei risultati storici e prospettici.

In particolare non si è tenuto conto dei risultati conseguiti nel 2009 in quanto, come riferito dal Management tali risultati non sono rappresentativi di una redditività “normale” a causa degli effetti che la recente crisi finanziaria internazionale ha prodotto su tutti i settori economici.

Per la stima dell'utile netto storico da utilizzare ai fini della valutazione si è fatto riferimento ai dati opportunamente rettificati per tenere in considerazione il carico fiscale potenziale della società in un'ottica di valutazione stand-alone.

Inoltre con particolare riferimento ai dati 2006 si evidenzia come i ricavi includano anche la quota di Incentive fees relativa ai fondi onshore (che dal 2007 risulta di competenza della YA GP, costituita a giugno 2006). In virtù di ciò, al fine di meglio rappresentare la capacità di generare reddito della YA si è provveduto a rettificare in diminuzione tale posta e ribaltarla alla YA GP.

Si è infine rettificato l'utile netto per tener conto della remunerazione da corrispondere ai Partner (Partner Bonus) che a fronte della cessione delle proprie quote perderanno lo status di proprietari per diventare dipendenti.

Di seguito si riporta la stima dell'utile netto normalizzato:

USD/mln	2006 A	2007 A	2008 A	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F	Media
EBIT	31,4	15,2	8,1	16,0	17,6	21,5	26,5	30,3	
(Imposte)	(12,8)	(6,2)	(3,3)	(6,5)	(7,2)	(8,8)	(10,8)	(12,4)	
<b>Utile netto</b>	<b>18,5</b>	<b>9,0</b>	<b>4,8</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,6</b>	<b>17,9</b>	
Rettifica incentive fee	(9,4)	-	-	-	-	-	-	-	
Rettifica Partner Bonus	(3,9)	(3,2)	(2,0)	-	-	-	-	-	
Effetto fiscale sulle rettifiche	5,4	1,3	0,8	-	-	-	-	-	
<b>Utile netto normalizzato</b>	<b>10,7</b>	<b>7,1</b>	<b>3,6</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>	<b>15,6</b>	<b>17,9</b>	<b>10,9</b>

Per la stima del valore corrente della società attraverso il metodo reddituale è stato ipotizzato un tasso di crescita del reddito normalizzato (g) pari al 2,8% coerentemente con quanto utilizzato nel metodo UDCF.

Si riporta di seguito l'esito dell'analisi svolta sul valore delle Quote YA determinato applicando il metodo reddituale.

Il Patrimonio Netto di Terzi è stato determinato con metodologia analoga a quanto evidenziato nel paragrafo relativo alla stima del valore con il metodo UDCF.

### Valore 100% Quote YA (USD/mln)

USD/mln	
Utile netto normalizzato medio	10,9
Tasso di crescita	2,8%
Costo del capitale	13,8%
<b>Equity value</b>	<b>102,7</b>
Patrimonio Netto di Terzi	(3,2)
<b>Equity value: 100 % quote YA</b>	<b>99,5</b>

Si riportano di seguito i risultati di un'analisi di sensitività sul valore delle Quote YA in funzione di ipotesi alternative di grado di rischio (+/- 1,5% sull'ipotesi base di g e +/- 1,5% sul WACC).

### Sensitivity Analysis WACC/Tasso di crescita - 100% Quote YA (USD/mln)

Tasso di crescita	Ke			
	99,5	12,3%	13,8%	15,3%
	1,3%	98,0	86,2	76,9
	2,8%	115,2	99,5	87,5
	4,3%	139,0	116,9	100,9

## 8.2.2 Valutazione di Yorkville Advisors GP (YA GP)

Di seguito viene definito il processo di determinazione delle principali grandezze necessarie per la stima del valore corrente teorico delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP valutata attraverso il metodo reddituale.

### Tasso di sconto

Si è fatto riferimento allo stesso costo del capitale utilizzato per la valutazione di YA.

### Valore del capitale economico

Al fine di determinare il reddito netto normalizzato si è fatto riferimento alla media dell'utile netto storico conseguito dalla società negli esercizi 2006-2008 e dell'utile atteso per gli esercizi 2010-2014 per le ragioni già evidenziate nel paragrafo precedente.

Con particolare riferimento al 2006 si è provveduto a rettificare il reddito di YA GP per tener conto del ribaltamento delle incentive fees sui fondi onshore precedentemente attribuiti alla YA e per includere i costi relativi al Partner Bonus come descritto precedentemente.

Di seguito si riporta la stima dell'utile netto normalizzato.

USD/mln	2006 A	2007 A	2008 A	2010 F	2011 F	2012 F	2013 F	2014 F	Media
EBIT	-	6,6	1,9	2,8	3,5	4,0	4,7	5,4	
(Imposte)	-	(2,7)	(0,8)	(1,2)	(1,4)	(1,6)	(1,9)	(2,2)	
<b>Utile netto</b>	-	<b>3,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	
Rettifica incentive fee	9,4	-	-	-	-	-	-	-	
Rettifica Partner Bonus	(2,8)	(2,0)	(0,6)	-	-	-	-	-	
Effetto fiscale sulle rettifiche	(2,7)	0,8	0,2	-	-	-	-	-	
<b>Utile netto normalizzato</b>	<b>3,9</b>	<b>2,7</b>	<b>0,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>2,4</b>

Per la stima del valore corrente della società attraverso il metodo reddituale è stato ipotizzato un tasso di crescita del reddito normalizzato (g) pari al 2,8% analogamente a quanto effettuato per la stima del valore della YA.

In particolare, come evidenziato precedentemente al fine di determinare il valore economico delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP si è provveduto a rettificare tali valori applicando uno sconto del 5%.

La seguente tabella riporta i risultati della valutazione del 100% delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP applicando il metodo reddituale.



### Valore 100% Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (USD/mln)

<i>USD/mln</i>	
Utile netto normalizzato medio	2,4
Tasso di crescita	2,8%
Costo del capitale	13,8%
<b>Equity value</b>	<b>22,8</b>
Sconto per mancanza dei diritti di voto	5%
<b>100% Quote con Diritti Patrimoniali YA</b>	<b>21,7</b>

Si riportano di seguito i risultati di un'analisi di sensitività sul valore delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP in funzione di ipotesi alternative di grado di rischio (+/- 1,5% sull'ipotesi base di g e +/- 1,5% sul WACC).

### Sensitivity Analysis WACC/Tasso di crescita - 100% Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (USD/mln)

		Ke			
		2169,5%	12,3%	13,8%	15,3%
Tasso di crescita	1,3%	21,4	18,8	16,8	
	2,8%	25,1	21,7	19,1	
	4,3%	30,3	25,5	22,0	

## 9. VALUTAZIONE DELLE SOCIETÀ: IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA (METODO DI CONTROLLO)

### 9.1 Il metodo dei multipli di borsa

In linea con l'evoluzione dei mercati finanziari, nei processi valutativi dottrina e prassi internazionale ricorrono frequentemente alla metodologia dei multipli di borsa. Tale metodo consiste nello stimare il valore economico teorico dell'azienda sulla base dei prezzi evidenziati su mercati regolamentati per aziende ad essa comparabili.

Il valore economico teorico della società oggetto di valutazione viene quindi determinato applicando multipli di mercato a grandezze fondamentali (economiche, finanziarie o patrimoniali) della società medesima.

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa consiste:

- nella definizione di un campione di aziende quotate che presentino caratteristiche simili all'azienda di cui si intende stimare il valore del capitale economico teorico; tale scelta si basa, di norma, su elementi quali:
  - il settore di attività;
  - le dimensioni;
  - i mercati di riferimento;
  - la fase del ciclo di vita;
  - la struttura finanziaria;
  - le potenzialità reddituali;
- nella determinazione dei multipli, ovvero rapporti tra la valutazione espressa dal mercato per società comparabili in termini di capitalizzazione di borsa o di Enterprise Value (valore di mercato del capitale investito) e grandezze fondamentali delle stesse (quali, ad esempio, fatturato, EBITDA, EBIT, reddito netto, patrimonio netto contabile, cash flow). I moltiplicatori devono essere determinati assicurando:
  - l'omogeneità tra numeratore e denominatore;
  - la comparabilità tra i valori espressi dal mercato e le grandezze fondamentali delle società comparabili (e.g. applicazione dei medesimi principi contabili).

Va infine considerato che le valutazioni borsistiche presentano alcune caratteristiche fondamentali:

- si riferiscono ad investimenti prontamente smobilizzabili;
- salvo casi eccezionali, come ad esempio durante lo svolgimento di OPA o in concomitanza con altre operazioni straordinarie, si riferiscono alla compravendita di quote di minoranza.

Di conseguenza, quando il metodo dei Multipli di Borsa viene utilizzato nell'ambito di situazioni che presentano caratteristiche diverse da quelle sopra indicate, può essere opportuno applicare dei fattori correttivi, come ad esempio:

- se si sta valutando una società non quotata è opportuno considerare uno sconto per la minore liquidabilità dell'investimento;
- se la valutazione è effettuata nell'ambito di un'operazione che comporta il trasferimento di quote di maggioranza, è opportuno considerare un premio che è comunemente definito "di maggioranza".

Qualora, ci si trovi di fronte alla valutazione dell'intero capitale di società non quotate, la prassi professionale opta molto frequentemente per una parziale compensazione dei due fenomeni, ipotizzando che lo "sconto" da applicare per la c.d. "lack of marketability" sia in parte assorbita dalla rettifica positiva necessaria per eliminare l'effetto distorsivo derivante dall'utilizzazione di multipli costruiti sulla base di valutazioni borsistiche relative a pacchetti di minoranza.

## 9.2 Valutazione delle Società

Al fine di individuare un panel di società comparabili a quella oggetto di valutazione, è stato selezionato un campione preliminare facendo riferimento a tipologie di business simili a quello delle Società.

In particolare, si è fatto riferimento ad un panel di società quotate che svolgano come attività principale quella di Asset Management.

Ai fini della valutazione si è fatto riferimento al multiplo P/E: tale multiplo risulta largamente utilizzato nell'ambito della valutazione di società finanziarie in quanto riesce meglio ad apprezzarne le performance conseguite. In particolare tale moltiplicatore indica il valore di un'azienda in termini di periodi necessari per ammortizzare, attraverso gli utili, il prezzo pagato.

Per l'applicazione del metodo si è fatto riferimento ai multipli prospettici rilevati per gli esercizi 2010-2012.

Di seguito si riporta il Panel delle società comparabili ed il relativo calcolo dei multipli di Borsa.

Per una descrizione dettagliata del Panel si rimanda all'allegato 1.

<i>(dati in valuta locale)</i>			Utile netto			Multiplo P/E		
Società	Last FY	Market Cap	2010	2011	2012	2010	2011	2012
BROOKFIELD ASSET MANAGE-CL A	12/2009	13.641	833	811	1.178	16,4 x	16,8 x	11,6 x
BLACKROCK INC	12/2009	37.720	1.954	2.255	2.623	19,3 x	16,7 x	14,4 x
BLACKSTONE GROUP LP/THE	12/2009	14.533	1.294	1.632	2.448	11,2 x	8,9 x	5,9 x
CALAMOS ASSET MANAGEMENT-A	12/2009	251	16	18	20	15,9 x	13,9 x	12,4 x
FORTRESS INVESTMENT GRP-CL A	12/2009	2.000	256	307	320	7,8 x	6,5 x	6,3 x
GLG PARTNERS INC	12/2009	846	49	103	n.a.	17,2 x	8,2 x	n.a.
INTEGRATED ASSET MINGMT CORP	09/2009	18	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
INVESCO LTD	12/2009	8.862	539	713	871	16,5 x	12,4 x	10,2 x
LEGG MASON INC	03/2010	4.837	196	238	314	24,7 x	20,4 x	15,4 x
OCH-ZIFF CAPITAL MANAGEMEN-A	12/2009	5.392	560	682	702	9,6 x	7,9 x	7,7 x
Media						15,4 x	12,4 x	10,5 x
<b>Mediana</b>						<b>16,4 x</b>	<b>12,4 x</b>	<b>10,9 x</b>
Deviazione standard						5,2 x	4,9 x	3,6 x
Minimo						7,8 x	6,5 x	5,9 x
Massimo						24,7 x	20,4 x	15,4 x

Si evidenzia come ai fini dell'applicazione del metodo si sia provveduto a normalizzare gli utili di YA per depurarli della componente relativa ai risultati delle Liquidating SPV in ragione della loro natura di straordinarietà e provvisorietà: tali veicoli sono infatti stati costituiti al solo fine di liquidare parte dell'AuM gestito dai fondi al fine di rimborsare quote degli investitori.

Conseguentemente il valore economico teorico delle Quote YA è stato determinato come segue:

1. determinazione del valore della società applicando i multipli di mercato al risultato d'esercizio rettificato per depurarlo della quota di valore relativa al business delle Liquidating SPV;
2. al valore così determinato si è sommato il valore del business relativo alla gestione delle Liquidating SPV stimato attraverso l'approccio UDCF.

Si riporta di seguito l'esito dell'attività svolta per la determinazione del valore economico teorico delle due Società con particolare riferimento alla totalità delle Quote YA e alla totalità delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP.

### 9.2.1 Valutazione di Yorkville Advisors L L C

Come evidenziato precedentemente al fine di determinare il valore del 100% delle Quote YA si è provveduto a stimare separatamente il valore del business relativo alla gestione delle Liquidating SPV attraverso l'applicazione del metodo UDCF.

La valutazione si è basata sulle seguenti principali ipotesi:

- flussi di cassa: sono stati determinati sulla base delle previsioni elaborate dal Management in merito all'evoluzione di ricavi e costi operativi necessari per liquidare le SPV nell'arco temporale previsto (5 anni);
- tasso di attualizzazione: pari al WACC determinato in precedenza.

Si riporta di seguito la stima dei flussi di cassa e il valore così determinato.

<b>UDCF</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>	<b>2013 F</b>	<b>2014 F</b>
<i>USD/mln</i>	<i>Lug-Dic</i>				
EBITDA	1,8	1,8	1,4	0,9	0,3
(Ammortamenti)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
<b>Risultato operativo</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,3</b>
(Imposte figurative)	(0,7)	(0,7)	(0,6)	(0,4)	(0,1)
<b>NOPAT</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>
Ammortamenti e svalutazioni	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow lordo</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>
(Incremento)/decremento CCN	-	-	-	-	-
(Investimenti)/disinvestimenti	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,2</b>
Fattore di attualizzazione	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6
<b>Free Cash Flow - Valore attuale</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>
<b>Equity Value</b>	<b>3,1</b>				

La seguente tabella riepiloga il valore del capitale economico delle Quote YA determinato con l'applicazione del metodo dei multipli.

Il Patrimonio Netto di Terzi è stato determinato con metodologia analoga a quanto evidenziato nel paragrafo relativo alla stima del valore con il metodo UDCF.

<b>USD/mln</b>	<b>2010 F</b>	<b>2011 F</b>	<b>2012 F</b>
<b>Utile netto</b>	<b>9,5</b>	<b>10,4</b>	<b>12,7</b>
Rettifiche	(1,4)	(1,1)	(0,8)
<b>Utile netto rettificato</b>	<b>8,1</b>	<b>9,4</b>	<b>11,9</b>
Multiplo P/E	16,4x	12,4x	10,9x
<b>Equity Value</b>	<b>131,9</b>	<b>116,5</b>	<b>129,5</b>
Valore Liquidating SPV	3,1	3,1	3,1
Patrimonio Netto di Terzi	(4,2)	(3,7)	(4,1)
<b>Equity value 100% quote YA</b>	<b>130,7</b>	<b>115,8</b>	<b>128,4</b>

## 9.2.2 Valutazione di Yorkville Advisors GP LLC

Di seguito si riporta il valore economico teorico del 100% delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP determinato applicando la metodologia dei multipli di mercato.

USD/mIn	2010 F	2011 F	2012 F
<b>Utile netto</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,4</b>
Multiplo P/E	16,4x	12,4x	10,9x
<b>Equity Value</b>	<b>27,4</b>	<b>25,4</b>	<b>25,6</b>
Sconto per mancanza diritti di voto	5%	5%	5%
<b>100% Quote con Diritti Patrimoniali YA GP</b>	<b>26,0</b>	<b>24,2</b>	<b>24,4</b>

## 10. SINTESI DEI RISULTATI

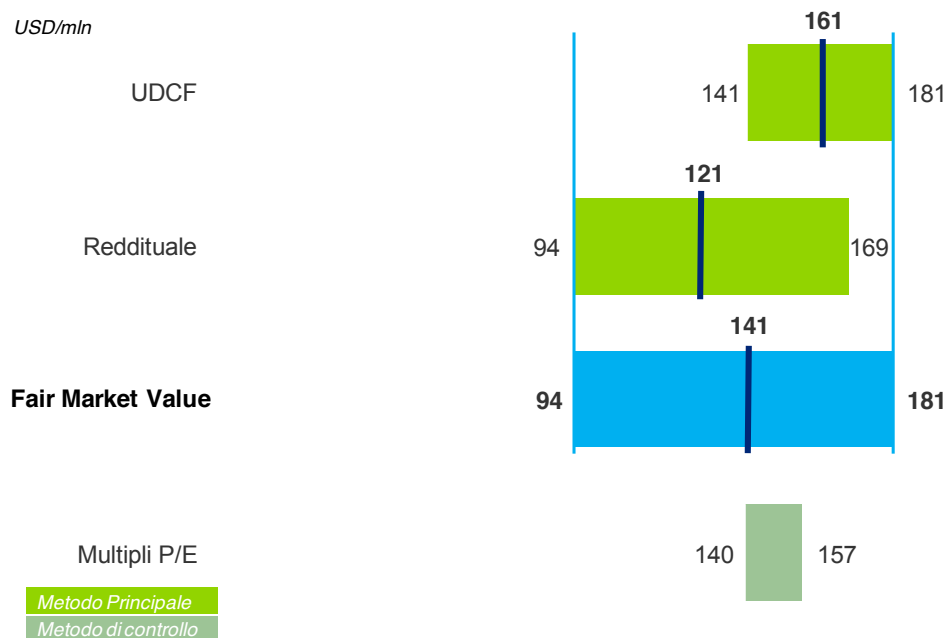
La seguente tabella riepiloga il valore economico teorico del 100% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP (Fair Market Value) con evidenziazione del valore minimo, del valore massimo e del valore centrale (pari alla media aritmetica dei valori derivati dall'applicazione dei due metodi di valutazione principali).

Yorkville Advisors LLC	Fair Market Value 100% Quote YA		
USD/mIn	Min	Centrale	Max
Metodo UDCF	117	135	153
Metodo Reddittuale	77	99	139
<b>Fair Market Value - Metodo principale</b>	<b>77</b>	<b>117</b>	<b>153</b>
Metodo di controllo (Multipli di mercato)	116		131

Yorkville Advisors GP LLC	Fair Market Value 100% Quote GP con Diritti Patrimoniali		
USD/mIn	Min	Centrale	Max
Metodo UDCF	24	26	28
Metodo Reddittuale	17	22	30
<b>Fair Market Value - Metodo principale</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>30</b>
Metodo di controllo (Multipli di mercato)	24		26

Si riporta di seguito il valore complessivo pari alla somma dei valori precedentemente individuati.

Valore economico teorico totale (100% Quote YA + 100% Quote con  
Diritti Patrimoniali YA GP) (USD/mlin)



\* Valori arrotondati

## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione disponibile, delle attività svolte, di tutto quanto suddetto e tenuti presenti i limiti, le ipotesi e la natura dell'incarico, riteniamo che il valore corrente teorico delle quote di partecipazione in Yorkville Advisors, LLC (Quote YA) e delle quote di partecipazione con i soli diritti patrimoniali in Yorkville Advisors GP LLC (Quote con Diritti Patrimoniali YA GP ) al 30 Giugno 2010, derivante dall'applicazione dei metodi principali, sia riferibile ad un valore medio pari a **141 USD/Mln**, "valore equo" calcolato in conformità a principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione d'azienda.

Il presente documento è stato redatto ad uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Yorkville bhn S.P.A. Pertanto questo documento non potrà essere portato a conoscenza, anche parzialmente, di terzi, o usato per finalità diverse da quelle indicate, fatto salvo il caso che ciò avvenga in ottemperanza ad obblighi regolamentari o di legge o a richieste di Autorità alle quali non possa essere opposto un motivato rifiuto. Qualsiasi altro utilizzo del presente documento o di parte di esso, dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte.

Con riferimento alla natura e alle finalità dell'incarico enunciate nella precedente Introduzione della presente relazione, nonché sulla base della documentazione di riferimento indicata nella precedente Introduzione e dei criteri metodologici illustrati nelle pagine precedenti, abbiamo proceduto alla stima del valore delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP. Si sottolinea che i valori individuati, in virtù delle citate esigenze cautelative imposte dalla natura dell'incarico ricevuto, devono essere interpretati e utilizzati solo per le finalità cui è ispirato l'art. 2343 ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile. Inoltre si rileva che il valore individuato, se ed in quanto basato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo realizzarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione dei piani futuri.

Tutto ciò premesso il sottoscritto Marco Vulpiani attesta che il valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse da Yorkville bhn S.p.A. da liberarsi a fronte del conferimento in natura del 100% delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YA GP da parte delle Persone Fisiche, non potrà essere superiore al valore di **141 USD/Mln**.



Marco Vulpiani

*Partner*

Roma, 6 Settembre 2010



## ALLEGATI

## Allegato 1 – Il Panel delle società comparabili

Nome	Paese	Breve descrizione dell'attività
BROOKFIELD ASSET MANAGE-CL A	CANADA	Brookfield Asset Management è una società di gestione di investimenti focalizzata nei settori del real estate e della generazione di energia. La società detiene immobili a destinazione uffici in Nord America, a Londra e nel Regno Unito.
BLACKROCK INC	UNITED STATES	BlackRock, Inc. offre servizi diversificati di investment management a clienti istituzionali e privati attraverso diversi veicoli d'investimento.
BLACKSTONE GROUP LP/THE	UNITED STATES	Blackstone Group offre servizi alternativi di asset management a livello mondiale e fornisce servizi di consulenza finanziaria. Il business dell'asset management include la gestione di fondi di corporate private equity, fondi real estate, ecc.
CALAMOS ASSET MANAGEMENT-A	UNITED STATES	Calamos Asset Management, Inc. fornisce servizi di consulenza sugli investimenti rivolti ad investitori istituzionali e privati, principalmente negli Stati Uniti. La Società utilizza processi di investimento focalizzati sulla gestione del rischio tramite strategie di investimento in equity, asset-class bilanciati, convertibili, high yield ed alternativi.
FORTRESS INVESTMENT GRP-CL A	UNITED STATES	Fortress Investment Group LLC offre servizi alternativi di asset management. La Società gestisce ed investe in fondi di private equity, hedge funds e investment vehicles alternativi quotati.
GLG PARTNERS INC	UNITED STATES	GLG Partners, Inc. offre servizi alternativi di asset management. La Società ha l'obiettivo di preservare il capitale e fornire elevati rendimenti assoluti con bassa volatilità e correlazione, attraverso una gamma diversificata di prodotti di investimento e servizi di account management rivolti ai mercati azionari e fixed income.
INTEGRATED ASSET MINGMT CORP	CANADA	Integrated Asset Management Corporation è un alternative asset manager. La Società è specializzata in servizi di investment management, covering equities, fixed income ed investimenti alternativi quali real estate, private equity e strategie di rendimento assoluto.
INVESCO LTD	UNITED STATES	Invesco Limited è un'azienda indipendente che opera nel settore dell'asset management. La Società è specializzata in servizi di investment management, covering equities, fixed income ed investimenti alternativi quali real estate, private equity e strategie di rendimento assoluto.
LEGG MASON INC	UNITED STATES	Legg Mason, Inc. è un'asset management company. La Società, attraverso le sue controllate, fornisce servizi di investment management ed altri servizi connessi a clienti privati ed istituzionali, mutual funds e altri pooled investment vehicles.
OCH-ZIFF CAPITAL MANAGEMEN-A	UNITED STATES	Och-Ziff Capital Management Group gestisce hedge funds. La Società fornisce un'ampia varietà di servizi alternativi di asset management, operando negli Stati Uniti, in Europa e in Asia. Le strategie di investimento della Società comprendono private equity, real estate ed equity restructuring

Fonte: Bloomberg.

## Allegato 2 – Beta

Company name	Country	Levered beta	Debt/ Equity ratio	Unlevered beta
BROOKFIELD ASSET MANAGE-CL A	CANADA	1,25	2,24	0,45
BLACKROCK INC	UNITED STATES	1,13	0,03	1,11
BLACKSTONE GROUP LP/THE	UNITED STATES	1,73	0,09	1,64
CALAMOS ASSET MANAGEMENT-A	UNITED STATES	2,00	0,03	1,97
FORTRESS INVESTMENT GRP-CL A	UNITED STATES	2,41	0,18	2,18
GLG PARTNERS INC	UNITED STATES	0,82	0,40	0,66
INTEGRATED ASSET MNGMNT CORP	CANADA	0,96	0,00	0,96
INVESCO LTD	UNITED STATES	1,73	0,34	1,43
LEGG MASON INC	UNITED STATES	1,76	0,20	1,57
OCH-ZIFF CAPITAL MANAGEMEN-A	UNITED STATES	1,40	0,12	1,31
Average			0,36	1,33
<b>Median</b>			<b>0,15</b>	<b>1,37</b>
Standard deviation			0,67	0,55
Minimum			0,00	0,45
Maximum			2,24	2,18

Fonte: Bloomberg.