

YORKVILLE

bhn

ATTENTIVE INVESTING

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

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

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

YORKVILLE BHN S.P.A

SEDE LEGALE IN MILANO - VIA SOLFERINO, 7

CAPITALE SOCIALE DI EURO 9.403.099,81

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

PARTITA IVA n. 12592030154

Signori Azionisti,

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

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

1.1 Motivazioni

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. RIFLESSI DELL'OPERAZIONE SUI PROGRAMMI GESTIONALI DELLA SOCIETÀ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3.1.1 Rpx Ambiente

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

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

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

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

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

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

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

3.1.2 AQ Tech

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

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

3.1.3 Costi di gestione della Società

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

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

3.1.4 Yorkville bhn S.p.A.

Considerando che:

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

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

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

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

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

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

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

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

Considerato che:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4. VALORE ATTRIBUITO AI BENI OGGETTO DEL CONFERIMENTO IN NATURA

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

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

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

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

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

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

Analisi del Valore Complessivo Netto del Fondo

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

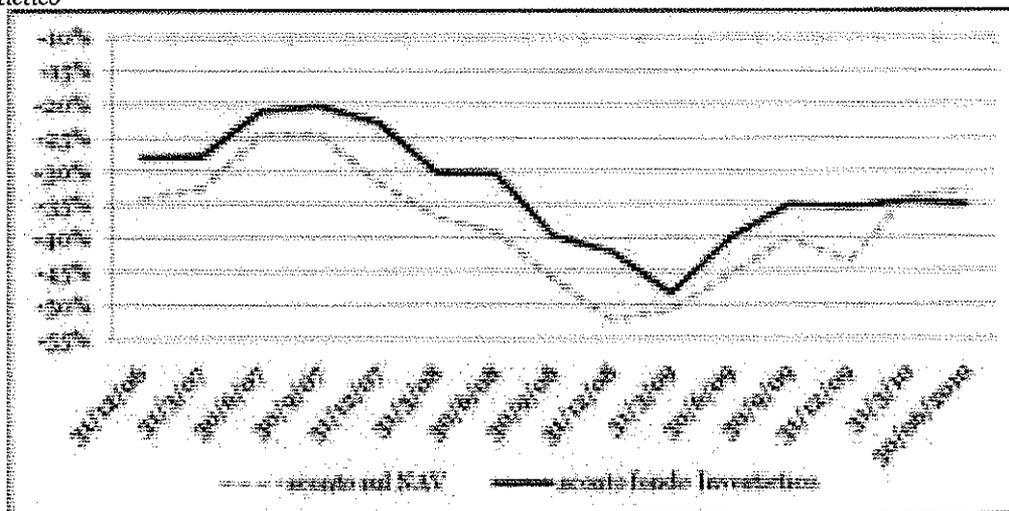
TABELLA 1: andamento trimestrale dello sconto dei fondi immobiliari chiusi italiani tra dicembre 2008 e giugno 2010

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

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

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

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



Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

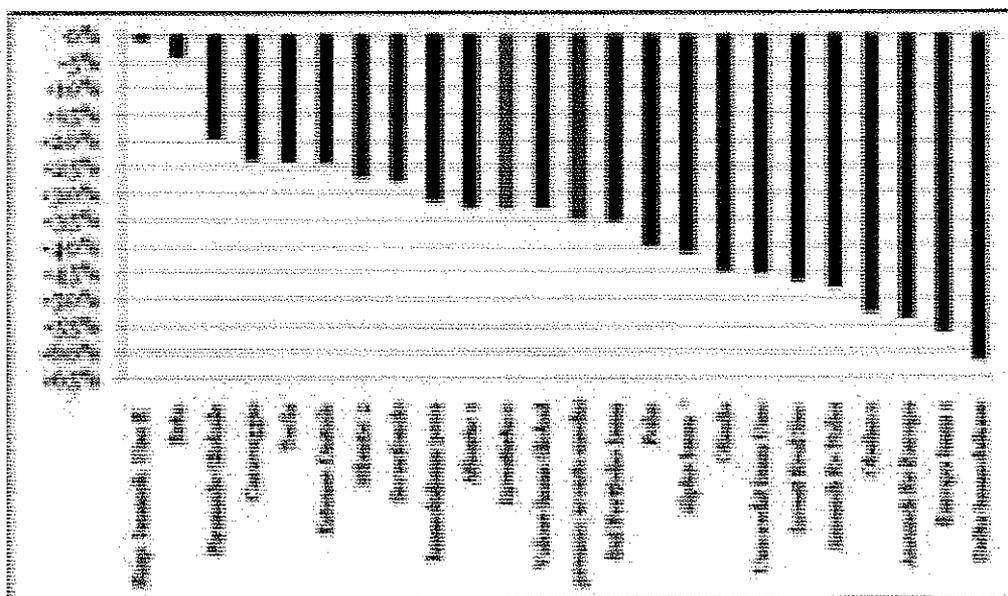
TABELLA 2: confronto tra valore unitario delle quote e prezzo di mercato relativo a fondi immobiliari quotati di diritto italiano ritenuti comparabili con il Fondo (prevalente destinazione d'uso, uffici)

ATTENTIVE INVESTING

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

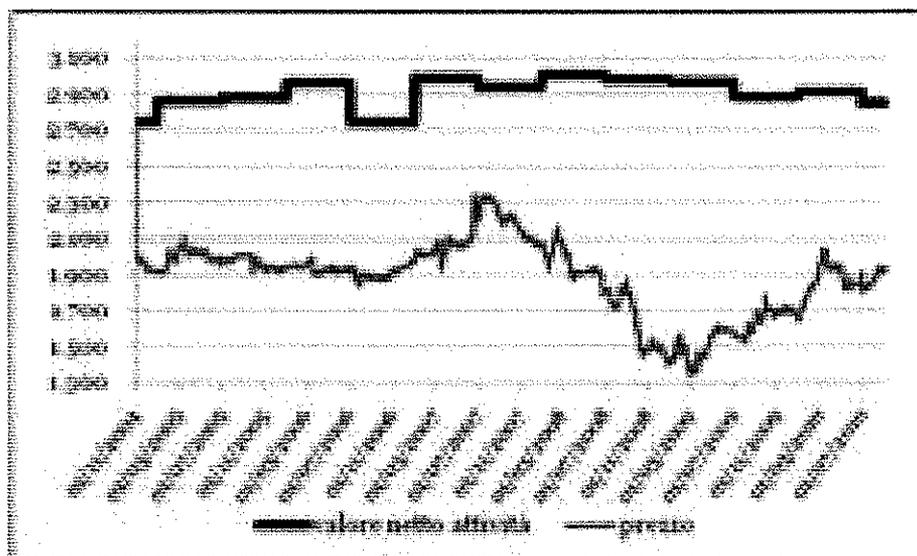
Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana e Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2009 di Assogestioni, elaborazioni della società.

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



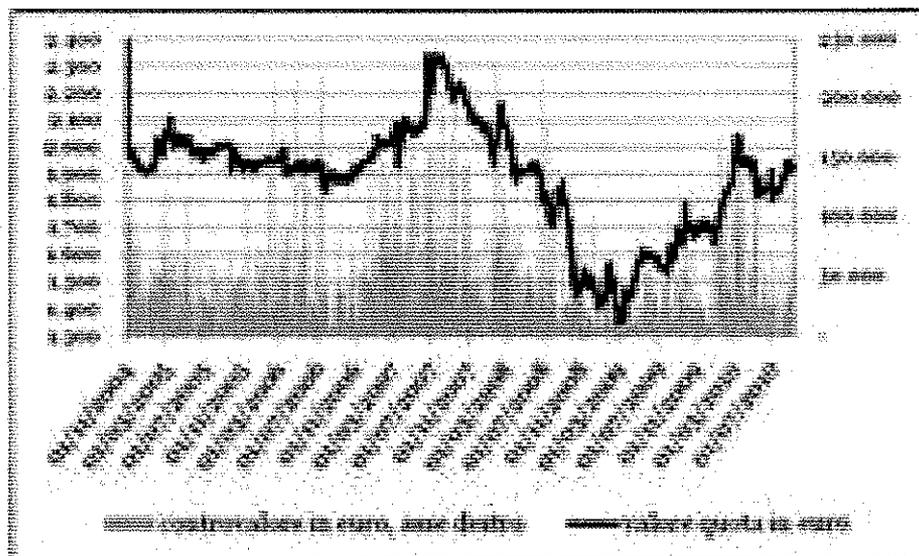
Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

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



Fonte: rendiconto del Fondo / Bloomberg

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



Fonte: Bloomberg

Analisi delle quotazioni di mercato

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ATTENTIVE INVESTING

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

Fonte: Bloomberg

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

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

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

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

Fonte: Bloomberg

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

Analisi dei premi corrisposti nel contesto di offerte pubbliche

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

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

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

TABELLA 5: premio medio applicato in precedenti offerte su fondi

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

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

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

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

Fonte: rendiconti di Fondi e quotazioni di Borsa Italiana

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ATTENTIVE INVESTING

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

TASSO INTERNO DI RENDIMENTO

0,92%

Fonte: rendiconti del Fondo ed elaborazioni della Società

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

TABELLA 9: andamento borse internazionali e del settore immobiliare

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

Fonte: Bloomberg

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

TABELLA 10: moltiplicatori Prezzo / Utile fondi quotati

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

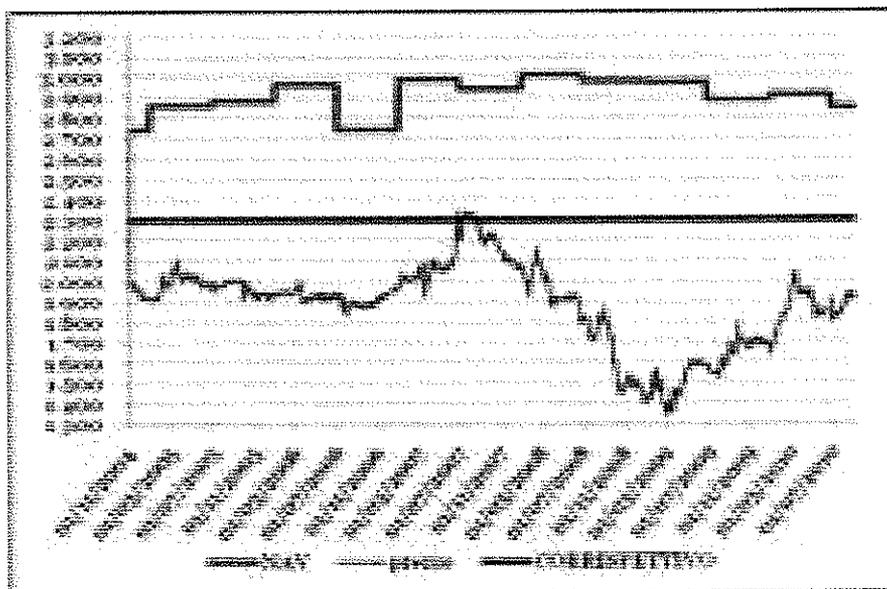
Fonte: Bloomberg e Rapporto semestrale fondi immobiliari italiani, 2° semestre 2009 di Assogestioni

* * * * *

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

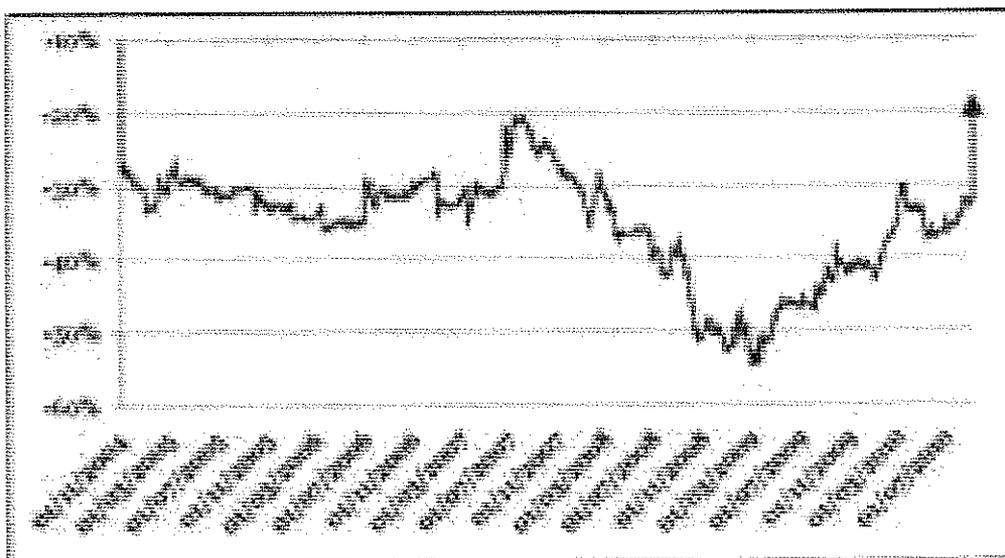
Come evidenziato dal seguente Grafico 5, il Corrispettivo corrisponde sostanzialmente al prezzo di quotazione più elevato fatto registrare dalle Quote del Fondo dalla data della prima quotazione, ad eccezione dei prezzi marcati in cinque giorni consecutivi nel periodo tra il 21 e il 27 giugno 2007.

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



Fonte: rendiconto del Fondo/Bloomberg

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



Fonte: rendiconto del Fondo / Bloomberg

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

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

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

Fonte: Bloomberg

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

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

Fonte: rendiconti di fondi e quotazioni di Borsa Italiana

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

TABELLA 13: Corrispettivo e riduzione sconto sul NAV

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

Fonte: rendiconti di fondi e quotazioni di Borsa Italiana

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

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

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

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

Fonte: rendiconti del Fondo ed elaborazioni della Società

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

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

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

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

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

5. ANALISI DELLA COMPOSIZIONE DELL'INDEBITAMENTO FINANZIARIO

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

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

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

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

Andamento della gestione di RPX Ambiente

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Andamento della gestione di AQ Tech

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

7. CONSORZI DI GARANZIA E/O DI COLLOCAMENTO

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

8. ALTRE FORME DI COLLOCAMENTO

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

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

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

10. PERIODO DI ESECUZIONE DELL'AUMENTO DI CAPITALE

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

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

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

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

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

12. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLA SOCIETÀ

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

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

Regime fiscale applicabile a Yorkville

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

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

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

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

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

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

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

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

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

TABELLA 10: partecipazioni rilevanti al 7 settembre 2010

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

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

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

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

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

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

TABELLA 11: simulazione effetto diluitivo

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

ATTENTIVE INVESTING

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

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

** *****

Signori Azionisti,

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

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

delibera

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

TESTO VIGENTE	TESTO PROPOSTO

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

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

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

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

Invariato

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

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

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

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

** ***** **

Milano, 8 settembre 2010

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Marco Prete