

YORKVILLE BHN SpA

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

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

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

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

Agli Azionisti di
Yorkville bhn SpA
Via Solferino 7
20121 Milano

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2 SINTESI DELL'OPERAZIONE

Operazione OPS

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

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

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

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

Operazione YA/YAGP

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

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

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

Secondo quanto riportato dal Consiglio, la Yorkville Advisors Limited Liability

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

3 NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

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

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

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

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

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

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

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

4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

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

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

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

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

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

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

5.1 Premessa

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- 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 dall'Advisor sulla base dei costi desumibili dai bilanci separati storici (2008-2009) e dei valori previsionali (2010-2012).

RPX Ambiente

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

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

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

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

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

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

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

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

AQ Tech

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

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

Costi di gestione della Società

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

I costi così determinati risultano pari a Euro 2.900.000.

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

- Patrimonio netto contabile al 30 giugno 2010 di Yorkville bhn SpA pari a Euro 6.028 migliaia;
- Minusvalenza implicita nel valore di carico della partecipazione in RPX Ambiente Srl determinata sulla base dell'applicazione del metodo del discounted cash flow e del piano economico finanziario 2010-2014 della società;
- Valore economico pari al corrispondente valore di carico del 18,8% di AQ Tech SpA iscritto nel bilancio di esercizio di Yorkville al 31 dicembre 2009;
- Costi di gestione della holding determinati pari a Euro 2,9 milioni corrispondenti alla media aritmetica tra valori storici 2008-2009 e prospettici 2010-2012, rettificati di eventuali oneri non ricorrenti.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

6 LAVORO SVOLTO

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Al riguardo si evidenzia quanto segue:

A. Operazione OPS

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

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

- Nel caso di specie, gli Amministratori non hanno utilizzato metodologie di controllo, né hanno indicato le motivazioni alla base di tale scelta. In considerazione del fatto che RPX Ambiente Srl ha avviato all'inizio del 2010 un programma di *turnaround* e AQ Tech SpA non dispone allo stato di piani economico-finanziari aggiornati e approvati per quanto concerne le tre società partecipate, l'applicazione di altre metodologie con finalità di controllo risulterebbe oggettivamente difficoltosa e di scarsa significatività.
- Il riferimento ai corsi di Borsa individuato dagli Amministratori è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti, le quotazioni di Borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. L'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile.
- L'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi ponderati di mercato su un ampio arco temporale, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa e gli effetti della elevata volatilità e degli scarsi volumi storicamente scambiati che caratterizzano il titolo Yorkville, appare anche conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema e pertanto risulta ragionevole e non arbitrario. Ragionevole appare quindi la scelta dell'intervallo temporale di sei mesi, corrispondente al più ampio arco temporale di osservazione individuato del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile e comunemente adottato nella prassi, al fine di tener conto della volatilità del mercato.
- La scelta degli Amministratori di adottare una media dei prezzi ufficiali ponderata per i volumi scambiati giornalmente risulta in linea con la prassi di mercato. In effetti, come espressamente richiamato dalla dottrina, tale procedimento di calcolo consente di determinare un valore medio che tenga conto della "significatività" dei prezzi nelle differenti giornate, attribuendo un

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

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

B. Operazione YA/YAGP

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

- (ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:
- le entità giuridiche interessate dall'OPS e dall'Operazione YA/YAGP presentano dimensioni, settori di attività, caratteristiche organizzative, performance economiche e profili di rischio significativamente differenti;
 - le Quote YA e le Quote con Diritti Patrimoniali YAGP sono attualmente possedute interamente dalle Persone Fisiche, le quali ricoprono altresì la carica di consiglieri di amministrazione della Società. Le stesse YA e YAGP sono rispettivamente società di gestione e general partner del fondo YA Global Investments LP, che controlla a sua volta il fondo YA Global Dutch BV, titolare del 26,28% del capitale sociale della Società. L'Operazione YA/YAGP rientra pertanto nell'ambito di operazioni con parti correlate ai sensi dell'articolo 2391-bis cod. civ. e dell'articolo 71-bis del Regolamento Consob n° 11971/99, e, segnatamente, tra soggetti sottoposti a comune controllo;
 - come segnalato al precedente paragrafo 2, nell'esaminare i metodi di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Quote Investietico, delle Quote YA e delle Quote con Diritti Patrimoniali YAGP a fini dei conferimenti. Il valore dei beni oggetto di conferimento è esclusivamente oggetto delle valutazioni effettuate dagli esperti indipendenti nominati dalla Società ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del Codice Civile, rispettivamente Reddy's Group SpA e Deloitte Financial Advisory Services SpA, i quali hanno emesso apposite relazioni al riguardo entrambe in data 6 settembre 2010. Si segnala inoltre che, secondo la dottrina, in tale fattispecie l'aumento di capitale a fronte del conferimento in natura deve essere eseguito dagli Amministratori entro sei mesi dalla data di riferimento della valutazione dell'esperto indipendente ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del Codice Civile;
 - secondo quanto rappresentato dagli Amministratori, il Contratto di Acquisizione prevede che l'avvio dell'Operazione YA/YAGP, attraverso il conferimento del 5% Iniziale, sia subordinato a determinate condizioni specificate nello stesso Contratto di Acquisizione, tra le quali il raggiungimento di una soglia di adesione all'OPS pari ad almeno il 10% delle Quote Investietico in circolazione, condizione rinunciabile da parte di Yorkville. Inoltre, per completezza, si segnala che la prossima Assemblea

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

- sia l'OPS, sia l'Operazione YA/YAGP non prevedono vincoli temporali di indisponibilità (lock up) per i titoli di nuova emissione di Yorkville che saranno sottoscritti dai beneficiari dei relativi aumenti di capitale, con conseguente piena facoltà per questi ultimi di riallocarli sul mercato;
 - i fondamentali della Società evidenziano una situazione di tensione finanziaria e di difficoltà economiche e, pertanto, allo stato attuale, come anche riportato nella relazione predisposta da KON, non sembrerebbero disponibili risorse finanziarie adeguate alla realizzazione della prospettata Operazione YA/YAGP, per quanto riguarda l'esercizio dell'opzione di acquisto per cassa, sopra descritto nel paragrafo 2.
- (iii) Infine, si sottolinea quanto segue:
- ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'OPS, gli Amministratori non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative, diverse da quelle descritte al precedente paragrafo 5, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo. Detta decisione, ancorché non in linea con un preferibile approccio che tenga anche conto di metodologie alternative, appare, nelle circostanze, non arbitraria e accettabile, alla luce di quanto evidenziato al precedente paragrafo 7 (A). Tuttavia gli Amministratori, nella loro Relazione con riferimento all'OPS, non illustrano le ragioni che motivano le scelte effettuate per l'esclusione di altre possibili metodologie valutative;
 - come già indicato al precedente paragrafo 7 (B), per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Operazione YA/YAGP, gli Amministratori hanno effettuato scelte metodologiche che, nelle circostanze e alla luce delle caratteristiche del titolo Yorkville, non risultano a nostro avviso, nelle circostanze, adeguate, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà. L'effetto che tali circostanze hanno comportato sul contenuto delle nostre conclusioni è descritto nel successivo paragrafo 9 (b);
 - nell'ambito dell'Operazione YA/YAGP, gli Amministratori hanno individuato l'applicazione di uno sconto rispetto al valore determinato sulla base del criterio di Borsa. Sebbene tale scelta possa ritenersi, in linea di principio,

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

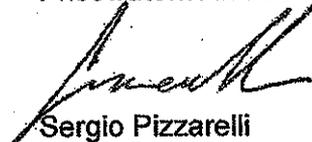
9 CONCLUSIONI

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

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

Milano, 7 ottobre 2010

PricewaterhouseCoopers SpA


Sergio Pizzarelli
(Partner)