



Sede legale in Assago (MI), Strada 3 Palazzo B5 Milanofiori  
Capitale sociale Euro 80.865.006,89 i.v.  
Iscritta al Registro delle Imprese di Milano  
Numero di Iscrizione 05346630964

\* \* \* \* \*

**RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE  
SUL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI  
INDUSTRIA E INNOVAZIONE S.p.A.**

**IN**

**REALTY VAILOG S.p.A**

**(redatta ai sensi degli artt. 2501-bis e 2501-quinquies del codice civile, dell'art. 70, comma 2 del regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, concernente la disciplina degli emittenti adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato e dell'art. 3 del D.M. 5 novembre 1998, n. 437)**

**22 dicembre 2009**

## INDICE

<b>PREMESSA.....</b>	<b>1</b>
<b>1. ILLUSTRAZIONE DELL’OPERAZIONE E DELLE MOTIVAZIONI DELLA STESSA, CON PARTICOLARE RIGUARDO AGLI OBIETTIVI GESTIONALI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE ED AI PROGRAMMI FORMULATI PER IL LORO CONSEGUIMENTO.....</b>	<b>3</b>
1.1 Descrizione delle Società Partecipanti.....	3
1.2 Descrizione delle attività delle Società Partecipanti.....	8
1.3 Motivazioni strategiche e industriali del Progetto di Integrazione .....	13
1.4 Profili giuridici e principali passaggi del Progetto di Integrazione .....	17
<b>2. SITUAZIONI PATRIMONIALI DI RIFERIMENTO PER LA FUSIONE.....</b>	<b>22</b>
<b>3. RAPPORTO DI CAMBIO E CRITERI SEGUITI PER LA SUA DETERMINAZIONE.....</b>	<b>26</b>
3.1 Premessa .....	26
3.2 Individuazione e descrizione delle metodologie di valutazione .....	28
<b>4. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE.....</b>	<b>34</b>
<b>5. DATA DI EFFICACIA DELLA FUSIONE E DATA A DECORRERE DALLA QUALE LE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ’ PARTECIPANTI SONO IMPUTATE AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE .....</b>	<b>36</b>
<b>6. RIFLESSI TRIBUTARI DELLA FUSIONE SULLE SOCIETÀ PARTECIPANTI .....</b>	<b>36</b>
<b>7. LE PREVISIONI SULLA COMPOSIZIONE DELL’AZIONARIATO RILEVANTE NONCHÉ SULL’ASSETTO DI CONTROLLO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE A SEGUITO DELLA FUSIONE ED EFFETTI DELLA FUSIONE SUI PATTI PARASOCIALI.....</b>	<b>37</b>
<b>8. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN ORDINE ALLA EVENTUALE RICORRENZA DEL DIRITTO DI RECESSO .....</b>	<b>41</b>
<b>9. TRATTAMENTO EVENTUALMENTE RISERVATO A PARTICOLARI CATEGORIE DI SOCI O AI POSSESSORI DI TITOLI DIVERSI DALLE AZIONI E VANTAGGI PARTICOLARI EVENTUALMENTE PROPOSTI AGLI AMMINISTRATORI.....</b>	<b>41</b>

<b>10. INDICAZIONE DELLE RISORSE FINANZIARIE PREVISTE PER IL SODDISFACIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE.....</b>	<b>41</b>
10.1 Premessa .....	41
10.2 Struttura Attuale dell'indebitamento di Industria e Innovazione.....	42
10.3 Struttura Attuale dell'Indebitamento di Realty .....	43
10.4 Struttura dell'indebitamento finanziario di Realty <i>post</i> Fusione .....	45
10.5 Il Piano Economico-Finanziario 2009-2013 della <i>Combined Entity</i> .....	47
10.6 Conclusioni .....	61

**RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ILLUSTRATIVA DEL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI INDUSTRIA E INNOVAZIONE S.p.A. IN REALTY VAILOG S.p.A. AI SENSI DEGLI ARTT. 2501-BIS E 2501-QUINQUIES DEL CODICE CIVILE, DELL'ART. 70, COMMA 2, DEL REGOLAMENTO DI ATTUAZIONE DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998 N. 58, CONCERNENTE LA DISCIPLINA DEGLI EMITTENTI ADOTTATO DALLA CONSOB CON DELIBERA N. 11971 DEL 14 MAGGIO 1999, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO E INTEGRATO E DELL'ART. 3 DEL D.M. 5 NOVEMBRE 1998, N. 437.**

## **PREMESSA**

La presente relazione del Consiglio di Amministrazione (la "Relazione") illustra, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione per incorporazione di Industria e Innovazione S.p.A. (di seguito anche "Industria e Innovazione" o la "Società Incorporanda" o l'"Offerente") in Realty Vailog S.p.A. (di seguito anche "Realty" o la "Società Incorporante" o la "Società", e congiuntamente ad Industria e Innovazione, le "Società Partecipanti"), avente azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (il "Mercato Telematico Azionario").

Il progetto di fusione s'inserisce nel contesto di un percorso di integrazione societaria le cui linee guida sono state definite nell'ambito di un protocollo di intesa (il "Protocollo di Intesa") sottoscritto, in data 28 settembre 2009, tra le Società Partecipanti. Nei suoi termini generali, il percorso di integrazione prevede:

- l'offerta pubblica di acquisto volontaria e totalitaria, ai sensi degli artt. 102 e 106 del decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58, come successivamente modificato ed integrato ("TUF"), che é stata annunciata in data 28 settembre 2009 e promossa in data 19 ottobre 2009 da Industria e Innovazione su tutte le azioni ordinarie Realty che non siano dalla stessa già possedute, non finalizzata al *delisting*, ad un prezzo di Euro 2,5 per azione (di seguito anche l'"Offerta" o l'"OPA"); e
- sul presupposto del successo dell'Offerta, la fusione per incorporazione di Industria e Innovazione in Realty (la "Fusione" e, congiuntamente all'Offerta, il "Progetto di Integrazione").

Alla data di inizio del periodo di adesione dell'Offerta, Industria e Innovazione possedeva n. 6.097.387 azioni, pari al 24,65% del capitale sociale di Realty.

L'Offerta si è chiusa in data 18 dicembre 2009 ed i risultati dell'Offerta sono stati annunciati da Industria e Innovazione al mercato in data 18 dicembre 2009. Sono state apportate all'Offerta n. 8.825.967 azioni Realty.

L'efficacia dell'Offerta è subordinata all'approvazione del Progetto di Fusione (come *infra* definito) da parte dell'Assemblea straordinaria di Realty, con le specificazioni riportate al Paragrafo 1.4.1. Alla Data di Efficacia della Fusione (come di seguito definita), una volta verificatasi tale condizione, Industria e Innovazione verrà a detenere n. 14.923.354 azioni, pari al 60,34% del capitale sociale di Realty. Pertanto, la Fusione presenta le caratteristiche della fusione c.d. "inversa".

La società risultante dalla Fusione (di seguito anche "Società Risultante", "Realty post Fusione" o "Combined Entity") manterrà lo *status* di società quotata sul Mercato Telematico Azionario.

L'Offerta è stata interamente finanziata attraverso il ricorso al finanziamento bancario. Per effetto della Fusione, il patrimonio di Realty concorre in maniera determinante con quello dell'Offerente a costituire garanzia generica e/o rimborso di detto finanziamento, integrandosi pertanto la fattispecie di cui all'art. 2501-bis del codice civile (*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*).

La Fusione rappresenta il passaggio conclusivo del Progetto di Integrazione, fortemente condiviso dalle Società Partecipanti, teso alla valorizzazione, anche attraverso dismissioni, degli investimenti attuali di Realty e Industria e Innovazione, nonché alla progressiva focalizzazione di parte significativa delle loro attività nel settore delle energie rinnovabili, per divenire un operatore in grado di integrare le diverse tecnologie presenti sul mercato, attivo non solo nella produzione di energia, ma anche in grado di porsi quale interlocutore qualificato per l'industrializzazione e per lo sviluppo di nuove tecnologie mirate ad ottimizzare tanto il processo produttivo quanto il prodotto.

Il Consiglio di Amministrazione di Realty, a valle delle deliberazioni assunte in data 28 settembre 2009, relative all'approvazione de (i) i termini essenziali del Progetto di Integrazione, in particolar modo, del rapporto di cambio relativo alla Fusione, riflessi nel Protocollo di Intesa, (ii) la conseguente comunicazione al mercato, al fine di consentirne una tempestiva e corretta informativa, ed (iii) il conferimento dei poteri per procedere alla convocazione delle ulteriori sedute consiliari per il perfezionamento di tutte le deliberazioni necessarie ai fini del perfezionamento del Progetto di Integrazione, nonché al compimento di tutti gli atti necessari, funzionali e utili in relazione al Progetto di Integrazione, è stato chiamato in data 28 ottobre 2009 ad esaminare ed approvare il progetto di Fusione, ai sensi dell'art. 2501-ter del codice civile, con fissazione del rapporto di cambio definitivo relativo alla Fusione (il "Progetto di Fusione").

In data 28 ottobre 2009, il Consiglio di Amministrazione di Realty ha deliberato, con riferimento alla Fusione, l'approvazione de (i) il Progetto di Fusione, (ii) la situazione patrimoniale di Fusione al 30 giugno 2009, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater* del codice civile, ed (iii) il conferimento dei poteri al Presidente e all'Amministratore Delegato, anche disgiuntamente fra di loro per: (a) la convocazione dell'assemblea dei soci di Realty affinché il Progetto di Fusione possa essere presentato, in linea con quanto previsto dal Protocollo di Intesa, non oltre il 45° giorno successivo alla chiusura del periodo di adesione all'Offerta; e (b) effettuare le comunicazioni previste dagli art. 70 e 71-*bis* del Regolamento Emittenti, approvando, in particolare, il testo del Documento Informativo redatto in conformità all'Allegato 3B del Regolamento Emittenti in relazione alla Fusione.

La presente Relazione, che illustra il Progetto di Fusione sotto il profilo giuridico ed economico, è stata predisposta ai sensi degli artt. 2501-*bis* e 2501-*quinquies* del codice civile ed ai sensi dell'art. 70, comma 2, del regolamento di attuazione del TUF concernente la disciplina degli emittenti adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato ("Regolamento Emittenti"), in conformità allo Schema 1 dell'Allegato 3A del Regolamento Emittenti, ed è stata esaminata in bozza dal Consiglio di Amministrazione di Realty in data 28 ottobre 2009.

Alla luce dei risultati dell'Offerta, l'Amministratore Delegato ha perfezionato, su mandato del Consiglio di Amministrazione conferito in data 28 ottobre 2009, la presente Relazione.

## **1. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E DELLE MOTIVAZIONI DELLA STESSA, CON PARTICOLARE RIGUARDO AGLI OBIETTIVI GESTIONALI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE ED AI PROGRAMMI FORMULATI PER IL LORO CONSEGUIMENTO**

### **1.1 Descrizione delle Società Partecipanti**

#### **1.1.1 Realty Vailog S.p.A.**

##### Denominazione

Realty Vailog S.p.A.

##### Sede legale

Assago (MI), Strada 3 Palazzo B5 Milanofiori.

##### Elementi identificativi

Realty, con sede legale in Assago (MI), Strada 3 Palazzo B5 Milanofiori, è iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, numero di iscrizione e codice fiscale 05346630964.

##### Capitale sociale

Alla data della presente Relazione, il capitale sociale di Realty è pari ad Euro 80.865.006,89 (ottantamilionioctocentosessantacinquemilasei/89) suddiviso in n. 24.732.480 (ventiquattromilionesettecentotrentaduemilaquattrocentottanta/00) azioni ordinarie prive di valore nominale.

### Oggetto sociale

Realty ha per oggetto:

a) l'esercizio di attività industriali, commerciali e di servizi, sia in Italia che all'estero, relative, strumentali o connesse ai seguenti settori:

- cartari e cartotecnici, compresa ogni produzione complementare e intermedia dei processi produttivi;
- chimici in genere e fiammiferai, compresa ogni produzione complementare e intermedia dei processi produttivi;
- agricoli, forestali, zootecnici, di trasformazione dei relativi prodotti ed alimentari;

b) l'esercizio dell'attività immobiliare, ivi compresa la locazione finanziaria;

c) l'assunzione di partecipazioni in imprese, società, enti, consorzi ed associazioni sia in Italia che all'estero, il finanziamento ed il coordinamento tecnico e finanziario degli stessi, la compravendita, la permuta, il possesso, la gestione ed il collocamento di titoli pubblici e privati. La Società può compiere tutti gli atti e le operazioni ed istituire tutti i rapporti ritenuti necessari o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale, anche prestando fideiussioni, avalli e garanzie in genere nell'interesse di terzi, esclusa la raccolta di risparmio tra il pubblico e le attività riservate per legge.

### Organi sociali

#### *Consiglio di Amministrazione*

Il Consiglio di Amministrazione di Realty, nominato dall'assemblea ordinaria del 23 aprile 2009 per tre esercizi, dunque fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2011, è composto dai seguenti membri:

<i>Nome</i>	<i>Carica</i>
Giuseppe Garofano	Presidente
Valerio Fiorentino	Amministratore Delegato
Paola Piovesana	Amministratore Esecutivo
Giulio Antonello	Amministratore non Esecutivo
Vincenzo Nicastro	Amministratore Indipendente
Amedeo Brunello	Amministratore Indipendente
Carlo Peretti	Amministratore Indipendente
Angelo Miglietta	Amministratore Indipendente

#### *Comitato per la nomina*

Realty non ha ritenuto necessario costituire un comitato per le proposte di nomina degli amministratori (in quanto lo statuto sociale prevede l'elezione degli stessi tramite voto di lista).

#### *Comitato per la remunerazione degli amministratori ed i piani di stock options*

Realty ha deciso di istituire al proprio interno un comitato per la remunerazione con il compito di presentare le proposte per la remunerazione degli amministratori delegati e di quelli investiti di particolari cariche, monitorando l'applicazione delle decisioni adottate.

<i>Nome</i>	<i>Carica</i>
Amedeo Brunello	Amministratore Indipendente
Vincenzo Nicastro	Amministratore Indipendente
Carlo Peretti	Amministratore Indipendente

#### *Comitato per il controllo interno*

In seno al Consiglio di Amministrazione è costituito un comitato avente funzioni propositive e consultive per la valutazione del sistema di controllo interno. Il comitato è attualmente composto dai seguenti amministratori non esecutivi:

<i>Nome</i>	<i>Carica</i>
Amedeo Brunello	Amministratore Indipendente
Angelo Miglietta	Amministratore Indipendente
Vincenzo Nicastro	Amministratore Indipendente
Carlo Peretti	Amministratore Indipendente

#### *Collegio Sindacale*

Il Collegio Sindacale, nominato dall'assemblea ordinaria del 23 aprile 2009 per tre esercizi, che resterà quindi in carica sino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2011, è composto dai seguenti membri:

<i>Nome</i>	<i>Carica</i>
Carlo Tavormina	Presidente
Fabrizio Colombo	Sindaco Effettivo
Laura Guazzoni	Sindaco Effettivo
Antonio Liberato Toscano	Sindaco Supplente
Myrta dé Mozzi	Sindaco Supplente

#### *Azioni di Realty possedute direttamente o indirettamente dai membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale di Realty*

La tabella che segue indica il numero di azioni di Realty possedute direttamente o indirettamente dai membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale di Realty, al 28 ottobre 2009.

<i>Consiglio di amministrazione</i>	<i>Numero di azioni possedute</i>	<i>Tipo di possesso</i>	<i>Modalità</i>
Giuseppe Garofano	–	–	–
Valerio Fiorentino	1.500	Proprietà	Diretta
Paola Piovesana	4.950	Proprietà	Diretta
Giulio Antonello	–	–	–
Vincenzo Nicastro	–	–	–
Amedeo Brunello	–	–	–
Carlo Peretti	–	–	–
Angelo Miglietta	–	–	–
Carlo Tavormina	–	–	–
Fabrizio Colombo	–	–	–
Laura Guazzoni	–	–	–
Antonio Liberato Toscano	–	–	–
Myrta dé Mozzi	–	–	–

Il controllo contabile di Realty é esercitato da PricewaterhouseCoopers S.p.A., il cui mandato scadrà con l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio che si chiuderà il 31 dicembre 2014.

### **1.1.2 Industria e Innovazione S.p.A.**

#### Denominazione

Industria e Innovazione S.p.A.

#### Sede legale

Milano, Via Durini, 18.

#### Elementi identificativi

Industria e Innovazione è iscritta presso il Registro delle Imprese di Milano, numero di iscrizione e codice fiscale n. 06233810966.

#### Capitale sociale

Alla data della presente Relazione, il capitale sociale di Industria e Innovazione è di Euro 40.900.000,00 (quarantamilioninovecentomila/00) suddiviso in n. 40.900.000 (quarantamilioninovecentomila) azioni ordinarie, del valore nominale di Euro 1,00 (uno) cadauna. Industria e Innovazione non ha emesso né categorie speciali di azioni, né prestiti obbligazionari.

#### Oggetto sociale

Industria e Innovazione ha per oggetto sociale l'esercizio, non nei confronti del pubblico, dell'attività di assunzione di partecipazioni, nonché dell'attività di consulenza alle imprese in materia di struttura

finanziaria, di strategia industriale e di questioni connesse, nonché consulenza e servizi nel campo delle concentrazioni e del rilievo di imprese.

Industria e Innovazione può, inoltre, compiere tutte le operazioni finanziarie, commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari, ivi compreso l'investimento in strumenti finanziari, nonché ogni attività necessaria ed opportuna per il conseguimento dell'oggetto sociale.

### Organi sociali

#### *Consiglio di Amministrazione*

Il Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione, nominato dall'assemblea ordinaria del 18 dicembre 2008 per tre esercizi, dunque fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2010, è composto dai seguenti membri:

<i>Nome</i>	<i>Carica</i>
Giuseppe Garofano	Presidente
Ettore Gotti Tedeschi	Vice Presidente
Federico Caporale	Amministratore Delegato
Michelangelo Canova	Consigliere
Andrea Novarese	Consigliere
Eugenio Rocco	Consigliere
Fabrizio Angelo Schintu	Consigliere
Enrico Arona	Consigliere
Dino Tonini	Consigliere
Alessandro Cinel	Consigliere
Giorgio Donadonibus	Consigliere
Gastone Colleoni	Consigliere
Emanuele Rossini	Consigliere
Giulio Antonello	Consigliere
Damiano Zilio	Consigliere

#### *Collegio sindacale*

Il collegio sindacale, nominato dall'assemblea ordinaria del 18 dicembre 2008 per tre esercizi, dunque fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2010, è composto dai seguenti membri:

<i>Nome</i>	<i>Carica</i>
Mario Bonamigo	Presidente
Carlo Tavormina	Sindaco Effettivo
Laura Guazzoni	Sindaco Effettivo
Giovanni Maria Conti	Sindaco Supplente
Domenico Maisano	Sindaco Supplente

*Azioni di Industria e Innovazione possedute direttamente o indirettamente dai membri del Consiglio di Amministrazione e del collegio sindacale di Industria e Innovazione*

La tabella che segue indica il numero di azioni di Industria e Innovazione possedute direttamente o indirettamente dai membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale di Industria e Innovazione al 28 ottobre 2009.

<i>Consiglio di amministrazione</i>	<i>Numero di azioni possedute</i>	<i>Tipo di possesso</i>	<i>Modalità</i>
Giuseppe Garofano	-	-	-
Ettore Gotti Tedeschi	-	-	-
Federico Caporale	-	-	-
Michelangelo Canova	-	-	-
Andrea Novarese	-	-	-
Eugenio Rocco	-	-	-
Fabrizio Angelo Schintu	-	-	-
Enrico Arona	-	-	-
Dino Tonini	-	-	-
Alessandro Cinel	-	-	-
Giorgio Donadonibus	-	-	-
Gastone Colleoni	-	-	-
Emanuele Rossini	1.000.000	Proprietà	Diretta
Giulio Antonello	-	-	-
Damiano Zilio	-	-	-

Il controllo contabile di Industria e Innovazione é esercitato da Reconta Ernst & Young S.p.A., il cui mandato scadrà con l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio che si chiuderà il 31 dicembre 2010.

## **1.2 Descrizione delle attività delle Società Partecipanti**

### **1.2.1 Realty**

#### Descrizione dell'attività di Realty

Realty è una *holding* operativa a capo di un gruppo attivo nell'attività di sviluppo e investimento immobiliare e nella rigenerazione urbanistica, la cui *mission* consiste nell'esercizio dell'attività immobiliare, compresa la locazione finanziaria, e nella costruzione di un portafoglio di partecipazioni in settori ritenuti strategici e/o ad alto potenziale di crescita, con modalità di ingresso orientate a cogliere favorevoli condizioni di mercato.

Dati economici e patrimoniali consolidati selezionati di Realty al 30 giugno 2009

Si riportano di seguito gli schemi consolidati riclassificati sintetici riguardanti la situazione economica e la situazione patrimoniale – finanziaria del Gruppo Realty al 30 giugno 2009.

Per una disamina più dettagliata si rinvia alla Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2009 approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società del 4 agosto 2009 depositata presso la sede sociale e presso Borsa Italiana S.p.A. (“Borsa Italiana”) il 5 agosto 2009.

<b>CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO</b> (dati in Euro migliaia)	<b>01.01.2009</b> <b>30.06.2009</b>	<b>01.01.2008</b> <b>30.06.2008</b>
Ricavi di vendita	12.307	48.029
Variazione dei lavori in corso su ordinazione	(1.179)	(84)
Rivalutazione (Svalutazione) Investimenti Immobiliari	1.404	-
Altri ricavi	201	101
<b>Ricavi Totali</b>	<b>12.733</b>	<b>48.046</b>
Variazione delle rimanenze di prodotti finiti	3.339	(11.010)
Costi operativi	(14.382)	(34.860)
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	<b>1.690</b>	<b>2.176</b>
Ammortamenti e svalutazioni	(30)	(68)
<b>Risultato Operativo (EBIT)</b>	<b>1.660</b>	<b>2.108</b>
Proventi / (oneri) finanziari netti	(1.395)	(1.738)
Proventi / (oneri) da partecipazioni	(161)	-
Imposte	(375)	(430)
<b>Utile (perdita) del periodo delle attività in continuità</b>	<b>270</b>	<b>(60)</b>
Risultato netto delle attività cessate	288	225
<b>Utile (perdita) del periodo</b>	<b>19</b>	<b>165</b>

DETTAGLIO POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (dati in Euro migliaia)	30.06.2009	31.12.2008
Disponibilità Liquide	3.637	23.732
Crediti finanziari a breve	3.198	3.841
Debiti finanziari a breve	(19.420)	(29.064)
Valutazione derivati parte corrente	-	-
<b>Posizione finanziaria netta a breve</b>	<b>(12.585)</b>	<b>(1.491)</b>
Crediti finanziari a medio-lungo termine	7.202	4.377
Debiti finanziari a medio-lungo termine	(45.936)	(43.231)
Valutazione derivati parte non corrente	5	8
<b>Posizione finanziaria netta a medio lungo termine</b>	<b>(38.729)</b>	<b>(38.846)</b>
<b>POSIZIONE FINANZIARIA NETTA CONSOLIDATA</b>	<b>(51.314)</b>	<b>(40.337)</b>

## 1.2.2 Industria e Innovazione

### Descrizione dell'attività di Industria e Innovazione

Industria e Innovazione è una *investment company*, partecipata da investitori qualificati, che detiene partecipazioni non di controllo in società operanti in diversi settori di attività.

Industria e Innovazione si è resa cessionaria in data 3 dicembre 2008, delle seguenti partecipazioni (la percentuale riportata indica la partecipazione al capitale sociale delle società medesime), tutte acquistate da Alerion Clean Power S.p.A (“Alerion”): Reno De Medici S.p.A. (di seguito anche “Reno de Medici” o “RDM”) (attualmente, 9,07%); Realty (24,65%); RCR Cristalleria Italiana S.p.A. (“RCR”) (15,00%), unitamente alle obbligazioni convertibili sottoscritte dalla società; Mediapason S.p.A. (“Mediapason”) (17,84%); Banca MB S.p.A. (“Banca MB”) (3,57%); Officine CST S.p.A. (“Officine CST”) (10%). Oltre alle predette, Industria e Innovazione detiene altresì una partecipazione in CIE – Compagnia Italiana Energia S.p.A. (“CIE”) (10,00%), acquisita nel corso del 2009.

In data 11 dicembre 2008 Industria e Innovazione ha esercitato il diritto di convertire in azioni ordinarie le obbligazioni convertibili emesse da RCR, e pertanto l’attuale partecipazione detenuta da Industria e Innovazione nella stessa società è pari al 31,99% del capitale.

Nel corso degli ultimi mesi Industria e Innovazione ha intrapreso un processo di focalizzazione della propria attività nello sviluppo di progetti integrati nel settore energetico, favorendo in particolare la produzione di energia da fonti rinnovabili (specificatamente, in una prima fase, da biocarburanti innovativi). In tale settore, Industria e Innovazione promuove l’utilizzo di nuovi processi che mirano a massimizzare la produzione energetica anche attraverso la sperimentazione di sistemi di integrati tra fonti tradizionali e rinnovabili e una migliorata efficienza energetica.

Dati economici e patrimoniali selezionati di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009

Si riportano di seguito gli schemi riclassificati sintetici riguardanti la situazione economica e la situazione patrimoniale – finanziaria di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009 predisposta secondo i principi contabili italiani.

<b>CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO</b> (dati in Euro migliaia)	<b>01.01.2009</b> <b>30.06.2009</b>	<b>01.01.2008</b> <b>31.12.2008</b>
<b>Ricavi Totali</b>	-	-
Costo delle risorse umane	(206)	(6)
Altri costi operativi	(280)	(65)
<b>Costi Operativi</b>	<b>(486)</b>	<b>(71)</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(486)</b>	<b>(71)</b>
Ammortamenti	(16)	(1)
<b>EBIT</b>	<b>(502)</b>	<b>(72)</b>
Oneri finanziari	(1.073)	(165)
Proventi finanziari	78	135
<b>Oneri e proventi finanziari</b>	<b>(995)</b>	<b>(30)</b>
Svalutazioni	-	(2.097)
Oneri e proventi straordinari	(3)	-
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>(1.500)</b>	<b>(2.199)</b>
Imposte	-	-
<b>Risultato di periodo</b>	<b>(1.500)</b>	<b>(2.199)</b>

<b>STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO</b> (dati in Euro migliaia)	<b>01.01.2009</b> <b>30.06.2009</b>	<b>01.01.2008</b> <b>31.12.2008</b>
Immobilizzazioni immateriali	143	158
Immobilizzazioni materiali	3	-
Partecipazioni	60.343	53.733
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>60.489</b>	<b>53.891</b>
Altre attività/(passività) non finanz.	(124)	(166)
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>60.365</b>	<b>53.725</b>
Liquidità	(6.760)	(13.827)
Passività finanziarie	29.924	28.851
<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>23.164</b>	<b>15.024</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>37.201</b>	<b>38.701</b>
<b>PATRIMONIO NETTO + PFN</b>	<b>60.365</b>	<b>53.725</b>

<b>RENDICONTO FINANZIARIO</b> (dati in Euro migliaia)	<b>01.01.2009</b> <b>30.06.2009</b>	<b>01.01.2008</b> <b>31.12.2008</b>
Risultato operativo	(502)	(72)
+ ammortamenti	16	1
+ accantonamento TFR	3	-
<b>Flusso di circolante della gestione corrente</b>	<b>(483)</b>	<b>(71)</b>
+/- variaz. del capitale circolante com.	(46)	166
<b>Flusso monetario della gestione corrente</b>	<b>(529)</b>	<b>95</b>
+/- (investimenti)/ disinvestimenti op.	(6.613)	(53.893)
<b>Flusso monetario della gestione operativa</b>	<b>(7.142)</b>	<b>(53.797)</b>
+/- flusso netto della gest. straordinaria	(3)	(2.097)
+/- proventi/(oneri) finanziari netti	(995)	(30)
+/- variazione (monetaria) del PN	-	40.900
<b>Variazione della PFN</b>	<b>(8.140)</b>	<b>(15.024)</b>

Il portafoglio partecipazioni di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009, con indicazione nella seconda colonna del valore di carico delle stesse nel bilancio intermedio al 30 giugno 2009, è così riepilogato:

<b>Partecipazioni</b> (dati in Euro migliaia)	<b>30.06.2009</b>	<b>% partecipazione</b>
Reno De Medici SpA	13.711	9,07%
Realty Vailog S.p.A.	23.386	24,65%
RCR Cristalleria SpA	3.607	32,00%
Banca MB SpA	4.113	3,57%
Mediapason SpA (già Eurovision Partecipazioni S.p.A)	9.022	17,84%
Compagnia Italiana Energia SpA	5.000	10,00%
Office CST SpA	1.504	10,00%
<b>TOTALE</b>	<b>60.343</b>	

Per una disamina più dettagliata si rinvia al bilancio intermedio al 30 giugno 2009 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione del 28 settembre 2009 e presente sul sito internet della società [www.industriaeinnovazione.com](http://www.industriaeinnovazione.com).

### **1.3 Motivazioni strategiche e industriali del Progetto di Integrazione**

Nei suoi termini generali, il Progetto di Integrazione delineato nel Protocollo di Intesa prevede:

- l'Offerta; e
- la Fusione.

Attraverso l'Offerta, Industria e Innovazione – già in possesso di un significativo pacchetto di azioni dell'Emittente, rappresentante il suo principale attivo – acquisirà il controllo dell'Emittente, al fine della successiva integrazione delle rispettive attività.

La Fusione rappresenta il passaggio conclusivo del Progetto di Integrazione, fortemente condiviso dalle Società Partecipanti, teso alla valorizzazione, anche attraverso dismissioni, degli investimenti attualmente detenuti in portafoglio dalle stesse, nonché alla progressiva focalizzazione di parte significativa delle loro attività nel settore delle energie rinnovabili, con l'obiettivo di divenire un operatore in grado di integrare le diverse tecnologie presenti sul mercato, attivo non solo nella produzione di energia, ma anche in grado di porsi quale interlocutore qualificato per l'industrializzazione e per lo sviluppo di nuove tecnologie mirate ad ottimizzare tanto il processo produttivo quanto il prodotto. Anche alla luce dell'impatto delle cessioni del 100% di Adriatica Turistica S.p.A. ("Adriatica Turistica") e di Vailog S.r.l. ("Vailog"), rispettivamente nel mese di settembre e dicembre 2009 – come *infra* descritte in dettaglio – sulla propria

attività, Realty, nel corso degli ultimi mesi, ha iniziato un processo di revisione della propria *mission* aziendale.

In particolare, nelle more della cessione di Vailog, Realty ha avviato alcuni contatti con Industria e Innovazione, suo azionista di riferimento, per valutare congiuntamente il possibile riposizionamento del proprio modello di *business*, con l'intento di cogliere nuove opportunità per offrire una più adeguata remunerazione agli azionisti e, in generale, di accrescere l'attrattività del titolo, pur mantenendo un profilo di rischio del proprio *business* su livelli relativamente contenuti. In virtù del piano di dismissioni di *asset* ritenuti non più strategici dalla Società, si è reso agevole il dialogo con Industria e Innovazione in merito ad un ragionato riposizionamento del *business* della Società.

Nell'ambito di tali discussioni Realty e Industria e Innovazione hanno condiviso un progetto di integrazione delle rispettive attività, le cui linee guida sono state riflesse nel Protocollo di Intesa, nella prospettiva di una graduale riorganizzazione delle due società *post* integrazione e della progressiva focalizzazione delle loro attività nello sviluppo di tecnologie applicabili anche alla produzione di energia da fonti rinnovabili (in particolare da biocarburanti innovativi).

Il processo di riorganizzazione prevede inoltre la progressiva valorizzazione dei rispettivi investimenti attuali, da attuarsi anche attraverso una serie di cessioni di *assets* e/o partecipazioni attualmente detenute in portafoglio dalle Società Partecipanti.

L'integrazione tra Realty e Industria e Innovazione avverrà, sul presupposto del successo dell'Offerta, mediante la Fusione di Industria e Innovazione in Realty, che, a valle del processo di dismissioni, diverrà un operatore in grado di promuovere nuovi sistemi tecnologici che mirano a massimizzare la produzione energetica anche attraverso la sperimentazione di sistemi di approvvigionamento integrato tra fonti tradizionali e rinnovabili e una produzione energetica a più alto rendimento.

In questo settore, Realty e Industria e Innovazione ritengono di particolare interesse lo sviluppo di sistemi di accumulo (elettrochimici, fisici e meccanici). Industria e Innovazione è già attiva nello studio di sistemi ad alta efficienza caratterizzati da costi di realizzazione relativamente contenuti che potrebbero contribuire sia ad un uso più efficiente delle fonti di energia rinnovabile, sia ad un ulteriore incremento del loro utilizzo. L'ottimizzazione di tali sistemi potrebbe consentire la creazione di una riserva nelle ore di picco, e/o il miglioramento dello sfruttamento delle risorse di generazione.

In particolare i progetti relativi alle tecnologie di cui sopra già in studio da parte di Industria e Innovazione sono descritti in dettaglio, di seguito, al Paragrafo 1.3.1. “Descrizione Progetti Energia in studio da Industria e Innovazione”.

È intenzione di Realty e Industria e Innovazione, come indicato nel Protocollo di Intesa, perseguire, anche a seguito dell’integrazione, tali obiettivi e concentrare le rispettive risorse in tale settore. Si intende dare seguito agli investimenti connessi alle nuove strategie di sviluppo, facendo ricorso: (i) a finanziamenti bancari (anche sotto forma di *project financing*); (ii) ai flussi di cassa generati da future cessioni di *assets* e/o partecipazioni; e (iii) ai flussi di cassa generati dalle attività operative.

La Società Risultante manterrà il proprio *status* di soggetto quotato presso il Mercato Telematico Azionario.

Nello specifico, la Fusione, che ha le caratteristiche della fusione c.d. “inversa”, consente di integrare le strutture di entrambe le Società Partecipanti in capo a Realty, che – quale società quotata – offrirà la capacità di accedere con relativa maggiore facilità al mercato dei capitali. Inoltre – adottando lo strumento della fusione c.d “inversa” – Industria e Innovazione consentirà ai propri azionisti di concambiare le proprie azioni, non quotate, con azioni quotate di Realty, con significativo incremento della liquidabilità dell’investimento.

La Fusione consentirà altresì, (i) un’ottimizzazione dell’impegno finanziario complessivo delle Società Partecipanti nelle iniziative svolte in comune, (ii) l’eliminazione dei costi connessi alla presenza di due differenti compagini azionarie e di due differenti strutture societarie, beneficiando di una maggiore condivisione delle competenze distintive e, (iii) in sostanza, dell’attrattiva finanziaria di Realty *post* Fusione.

In questa prospettiva, le Società Partecipanti avevano condiviso che Realty – a valle dell’Offerta – mantenesse un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni, se del caso ripristinandolo laddove, per effetto delle adesioni all’Offerta, si fossero verificati i presupposti dell’obbligo di acquisto ai sensi dell’art 108, commi 1 o 2 del TUF in capo ad Industria e Innovazione. Alla luce dei risultati dell’Offerta non si è resa necessaria l’adozione di misure atte a mantenere e/o ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle azioni Realty.

Per altro verso ancora, il ricorso all’Offerta è stato anche volto a garantire agli azionisti di Realty, laddove non intendessero mantenere l’investimento nella Società Risultante, di vendere – in tutto o in parte – a condizioni che incorporano un premio rispetto ai corsi di borsa<sup>1</sup>, le azioni detenute nel capitale di Realty.

Segnaliamo inoltre che Industria e Innovazione e Realty si sono avvalse del supporto di consulenti esterni con credenziali di comprovata esperienza e professionalità. In particolare hanno operato quali *advisor* finanziari rispettivamente MPS Capital Services e Borghesi, Colombo & Associati e quali consulenti legali, rispettivamente, lo Studio Legale Carbonetti e lo Studio Legale Shearman & Sterling LLP.

### **1.3.1 Descrizione Progetti Energia in studio da Industria e Innovazione**

In particolare, Industria e Innovazione ha avviato lo sviluppo dei seguenti progetti.

#### Impianti di cogenerazione di energia elettrica e termica alimentati a biomasse

Nell’ambito dell’attività di ricerca e sviluppo di sistemi di generazione di energia elettrica da biomasse con lo scopo di aumentare i rendimenti e minimizzare i costi di investimento e di esercizio, Industria e Innovazione ha sottoscritto con Envergent Technologies un *memorandum of understanding* per lo sfruttamento e lo sviluppo di un sistema di generazione di energia elettrica da biomasse, con un processo di pirolisi “veloce” (denominato “*Rapid Thermal Process*” – RTP®).

Il processo di pirolisi veloce prevede la trasformazione della biomassa in combustibile liquido e il suo successivo utilizzo per la generazione di energia, con i seguenti vantaggi rispetto alla tecnologia tradizionale, basata sulla combustione della biomassa “tal quale”:

- un rendimento energetico maggiore di almeno 5 punti percentuali in termini di potenza generata, che corrisponde al 20% in più di energia elettrica prodotta;
- un conseguente costo specifico inferiore agli impianti tradizionali;
- un minore impatto ambientale.

Inoltre, la produzione di un combustibile liquido a partire da biomassa solida non alimentare permetterà, nei successivi sviluppi di questo progetto, di separare la filiera di produzione dell’olio di pirolisi da quella

---

<sup>1</sup> In merito alle valutazioni del Consiglio di Amministrazione di Realty sull’Offerta, e sui termini della stessa, si veda, inoltre, il Comunicato dell’Emittente approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società ai sensi dell’art. 103 del TUF e dell’art. 39 del Regolamento Emittenti il 28 ottobre 2009.

del suo impiego, con indubbi vantaggi in termini di impatto ambientale, riflessi anche sui minori costi di trasporto.

#### Dye-Synthesized Solar Cell (DSSC)

In collaborazione con un gruppo di ricerca del Politecnico di Milano, Industria e Innovazione ha intrapreso uno studio sulle *Dye-Synthesized Solar Cell* (“DSSC”) con lo scopo di ottimizzare il loro sviluppo industriale. Il funzionamento delle DSSC si basa sulle proprietà di assorbimento dei fotoni di particolari molecole fotosensibili (di origine naturale) il cui meccanismo è stato scoperto nel 1992 e la cui industrializzazione potrebbe portare notevoli benefici sia ambientali che economici.

In particolare, è allo studio una nuova linea di piastrelle fotovoltaiche destinate al mercato dei rivestimenti esterni degli edifici. L’obiettivo del progetto è quello di arrivare a produrre moduli fotovoltaici integrabili architettonicamente, il cui prezzo di vendita sia confrontabile con quello delle piastrelle per rivestimento.

#### Recupero energetico dei fanghi da depurazione

Industria e Innovazione ha allo studio un progetto per il recupero energetico dei fanghi da depurazione, il cui mancato trattamento rappresenta un problema economico ed ambientale. Gli impianti di disidratazione dei fanghi risolvono parzialmente il problema, riducendo il peso e il volume del materiale da disporre in discarica, ma non riescono a valorizzarne il contenuto energetico che rimane inutilizzato. Il sistema che Industria e Innovazione ha ottimizzato è basato su impianti modulari da installare “*in situ*”, equipaggiati della necessarie apparecchiature per il recupero energetico dei fanghi, per la cogenerazione di energia e per il trattamento fumi.

### **1.4 Profili giuridici e principali passaggi del Progetto di Integrazione**

Nell’ambito del Progetto di Integrazione sono state previste due operazioni societarie: (i) l’Offerta e (ii) la Fusione.

#### **1.4.1 Profili giuridici dell’Offerta**

Il Progetto di Integrazione, approvato in data 28 settembre 2009 dai Consigli di Amministrazione di Realty e Industria e Innovazione, prevede, quale circostanza antecedente e propedeutica alla Fusione, l’esito positivo dell’Offerta, promossa da Industria e Innovazione sulla totalità delle azioni ordinarie di Realty in circolazione, e non detenute da Industria e Innovazione, pari a n. 18.635.093 azioni ordinarie, prive del valore nominale, e corrispondenti al 75,35% del capitale sociale di Realty.

L'Offerta è un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria sulle azioni ordinarie di Realty Vailog S.p.A., ai sensi del Capo II, Titolo II, Parte IV del TUF ed in particolare degli artt. 102 e 106, quarto comma, del TUF, nonché delle disposizioni di cui al Capo I, Titolo II, Parte II del Regolamento Emittenti, ove applicabili.

Realty e Industria e Innovazione hanno concepito, mediante la sottoscrizione del Protocollo di Intesa, l'Offerta come il passaggio preliminare del progetto di riposizionamento e integrazione che si compirà, sul presupposto del buon esito dell'Offerta, con l'approvazione della Fusione c.d. "inversa", con incorporazione di Industria e Innovazione da parte di Realty, da sottoporre agli azionisti di entrambe le società, una volta chiuso il periodo di adesione dell'Offerta.

Il periodo di adesione all'Offerta ha avuto inizio il 5 novembre 2009 ed ha avuto termine – a seguito di proroga da parte di CONSOB ai sensi dell'art. 40, comma 2 del Regolamento Emittenti – il 18 dicembre 2009, per complessivi 32 giorni di borsa aperta (il "Periodo di Adesione").

L'Offerta, promossa con l'obiettivo dell'acquisizione del controllo di Realty, pur mantenendo la quotazione sul Mercato Telematico Azionario delle azioni ordinarie della stessa, è stata sottoposta alle seguenti condizioni:

- (i) che le adesioni all'Offerta raggiungessero un quantitativo minimo che consentisse a Industria e Innovazione di detenere una partecipazione complessiva almeno pari al 66,67% del capitale sociale di Realty (la "Condizione Soglia"); e
- (ii) il mancato verificarsi, entro il primo giorno di borsa aperta successivo al termine del Periodo di Adesione, a livello nazionale o internazionale, di eventi comportanti gravi mutamenti nella situazione di mercato che avessero effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione patrimoniale e finanziaria di Realty alla data del verificarsi di tali eventi (la "Condizione MAC").

Industria e Innovazione poteva rinunciare alla Condizione Soglia, fermo restando che:

- (i) la facoltà di rinuncia presupponeva comunque il raggiungimento di una soglia di possesso non inferiore al 38% del capitale di Realty (la "Soglia Minima"); e
- (ii) in caso di rinuncia, l'efficacia dell'Offerta sarebbe stata condizionata all'approvazione della delibera di Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Realty entro i 45 giorni successivi alla data di chiusura del Periodo di Adesione (la "Condizione Fusione").

Inoltre si era ipotizzato che Industria e Innovazione potesse ulteriormente rinunciare (1) alla Condizione Fusione, nonché (2) alla Condizione MAC, ma in entrambi i casi solo previo accordo con la banca finanziatrice MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. (la “Banca Finanziatrice” o “MPS”).

Industria e Innovazione aveva informato Realty – in linea con quanto condiviso tra le parti nel Protocollo di Intesa - che nel caso in cui, a seguito dell’Offerta, fosse venuta a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 90% del capitale sociale di Realty - ferma, in caso di acquisto di una partecipazione almeno pari al 95%, l’eventuale procedura di acquisto ai sensi dell’art. 108, comma 1, TUF – avrebbe ripristinato, entro i termini di legge, il flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni non essendo l’Offerta finalizzata al *delisting* delle azioni Realty.

Coerentemente con quanto sopra, Industria e Innovazione aveva dichiarato nel documento di offerta di non voler esercitare il diritto di acquisto di cui all’art. 111 del TUF.

Alla luce dei risultati dell’Offerta, sono state portate in adesione all’Offerta n. 8.825.967 azioni, che, sommate a quelle già detenute da Industria e Innovazione alla data di inizio del Periodo di Adesione, rappresentano una partecipazione complessiva pari al 60,34% circa. Industria e Innovazione ha comunicato (i) in data 18 dicembre 2009 di aver rinunciato alla Condizione Soglia, con conseguente applicazione della Condizione Fusione, e (ii) in data 22 dicembre 2009 il verificarsi della Condizione MAC.

L’efficacia dell’Offerta è, dunque, subordinata unicamente alla Condizione Fusione, cui Industria e Innovazione potrà rinunciare solo previo consenso della Banca Finanziatrice.

Industria e Innovazione riconoscerà a ciascun aderente all’Offerta per ogni azione un corrispettivo in contanti pari ad Euro 2,5, oltre interessi, pari all’Euribor a 6 mesi incrementato dell’1,9% su base annua, per il periodo che va dalla Data di Pagamento alla Nuova Data di Pagamento (come di seguito definite). Secondo quanto comunicato da Industria e Innovazione, il prezzo di Offerta incorpora un premio del 7,3% rispetto al prezzo ufficiale del titolo Realty registrato in data 25 settembre 2009, pari ad Euro 2,33 per azione. Industria e Innovazione aveva previsto che il corrispettivo massimo da pagare agli azionisti aderenti all’Offerta, in caso di adesione totalitaria da parte degli aventi diritto, fosse pari ad Euro 46.587.732,50. In funzione dei risultati definitivi dell’Offerta che prevedono l’acquisto da parte dell’Offerente di n. 8.825.967 azioni, il corrispettivo da pagare agli azionisti aderenti all’Offerta è pari a Euro 22.064.917,5<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> Importo non inclusivo degli interessi da riconoscere tra la Data di Pagamento e la Nuova Data di Pagamento.

Industria e Innovazione ha dichiarato che farà fronte all'esborso necessario per il corrispettivo dell'Offerta mediante ricorso ad un finanziamento bancario concesso da MPS ("Finanziamento MPS"). A garanzia del finanziamento, le azioni di Realty rivenienti dalle adesioni all'Offerta saranno costituite in pegno in favore della Banca Finanziatrice.

L'Offerta prevedeva che in caso di avveramento della Condizione Soglia, ossia nel caso di raggiungimento di un numero di adesioni all'Offerta tale da consentire a Industria e Innovazione di detenere una partecipazione complessiva superiore al 66,67% del capitale di Realty, ovvero in caso di rinuncia alla Condizione Fusione e/o di rinuncia o mancato avveramento della Condizione MAC, il corrispettivo sarebbe stato pagato agli aderenti all'Offerta, a fronte del trasferimento della proprietà delle azioni Realty, il quinto giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del Periodo di Adesione, e pertanto, in data 29 dicembre 2009 (la "Data di Pagamento").

Si prevede che, avendo Industria e Innovazione rinunciato alla Condizione Soglia (e quindi in applicazione della Condizione Fusione), il corrispettivo sarà pagato agli aderenti all'Offerta, a fronte del trasferimento della proprietà delle azioni Realty, il quinto giorno di borsa aperta successivo alla data di approvazione del progetto di Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Realty, da tenersi entro il quarantacinquesimo giorno successivo la chiusura del Periodo di Adesione (la "Nuova Data di Pagamento").

Industria e Innovazione verrà pertanto a detenere, prima della Data di Efficacia della Fusione (come di seguito definita) n. 14.923.354 azioni, pari a circa il 60,34% del capitale sociale di Realty.

#### **1.4.2 Profili giuridici della Fusione**

La Fusione avverrà per incorporazione di Industria e Innovazione in Realty, ai sensi e per gli effetti di cui alle disposizioni della Sezione II, Capo X, Libro V del codice civile.

Essendo il capitale sociale di Realty (Società Incorporante) detenuto al 60,34% da Industria e Innovazione (Società Incorporanda), la Fusione ha caratteristiche di una fusione c.d. "inversa". In tale operazione l'esecuzione del concambio è effettuata mediante redistribuzione e assegnazione agli azionisti di Industria e Innovazione delle 14.923.354 azioni di Realty di cui Industria e Innovazione è titolare a seguito dell'Offerta – senza che quest'ultime rimangano mai acquisite nel patrimonio di Realty come azioni proprie.

La Società Risultante manterrà lo statuto di Realty in relazione al quale non sono previste modifiche, ad eccezione della clausola del capitale sociale, per effetto dell'applicazione del rapporto di cambio della

Fusione, per la quale ricordiamo che era stata fatta avvertenza che le espressioni numeriche contenute nell'articolo 5 (capitale sociale) sarebbero state meglio precisate nel loro definitivo ammontare, in applicazione dei principi e dei criteri descritti sopra, solo alla conclusione del Periodo di Adesione all'Offerta.

Il testo definitivo dello statuto della Società Incorporante è depositato in allegato al Progetto di Fusione in conformità con quanto previsto dalle disposizioni di cui agli artt. 2501-*ter* e ss. del codice civile.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione di Realty ha deliberato di sottoporre all'assemblea straordinaria di Realty convocata per approvare il Progetto di Fusione, a valle dell'approvazione della Fusione, la modifica della denominazione sociale e la variazione del numero massimo dei componenti del Consiglio di Amministrazione.

### **1.4.3 I principali passaggi del Progetto di Integrazione**

I principali passaggi del Progetto di Integrazione sono di seguito sintetizzati:

- A valle delle deliberazioni assunte dai rispettivi Consigli di Amministrazione, in data 28 settembre 2009, Industria e Innovazione e Realty, hanno presentato l'istanza per la nomina dell'esperto comune per la redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio della Fusione ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*sexies* del codice civile.
- In data 9 ottobre 2009, il Tribunale di Milano ha nominato quale esperto comune la società di revisione KPMG S.p.A. (l'“Esperto Comune”).
- In data 19 ottobre 2009, Industria e Innovazione ha depositato il documento di offerta relativo all'Offerta presso Consob e ha depositato presso l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato la comunicazione preventiva dell'Operazione, ai sensi dell'art. 16 della legge n. 287/1990.
- In data 28 ottobre 2009, i Consigli di Amministrazione di Realty e di Industria e Innovazione hanno approvato il Progetto di Fusione e le rispettive situazioni patrimoniali di fusione, e una volta ottenuta la relazione della società di revisione KPMG S.p.A., ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del codice civile, procederanno al completamento degli adempimenti pubblicitari previsti dalla normativa vigente.
- In data 28 ottobre 2009, il Consiglio di Amministrazione di Realty ha approvato il comunicato dell'emittente al fine di fornire agli azionisti della Società ed al mercato dati ed elementi utili per l'apprezzamento dell'Offerta, ai sensi dell'articolo 103, comma 3, del TUF e dell'articolo 39 del Regolamento Emittenti.

- In data 2 novembre 2009, è stato ottenuto il provvedimento di non avvio dell'istruttoria da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.
- In data 5 novembre 2009, ha avuto inizio il periodo di adesione dell'Offerta che si è chiusa – a seguito di proroga da parte di CONSOB ai sensi dell'art. 40, comma 2 del Regolamento Emittenti – il 18 dicembre 2009.
- In data 18 dicembre 2009, Industria e Innovazione ha annunciato i risultati ufficiali definitivi dell'Offerta.
- L'assemblea straordinaria di Realty per approvare il progetto di fusione sarà convocata entro il quarantacinquesimo giorno successivo la chiusura del Periodo di Adesione.
- Il perfezionamento della Fusione è previsto approssimativamente entro la fine del primo semestre 2010.

## **2. SITUAZIONI PATRIMONIALI DI RIFERIMENTO PER LA FUSIONE**

Quali situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione, sia Industria e Innovazione sia Realty hanno utilizzato le rispettive situazioni patrimoniali al 30 giugno 2009, in conformità con quanto disposto dall'art. 2501-*quater* del codice civile. Le situazioni patrimoniali di Fusione sono state approvate, rispettivamente, dal Consiglio di Amministrazione di Industria e Innovazione del 28 settembre 2008 e da quello di Realty del 28 ottobre 2009.

Inoltre, il Progetto di Fusione è corredato da una relazione di PriceWaterhouseCoopers S.p.A. in qualità di società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della Società Incorporante, ai sensi dell'art. 2501-*bis*, comma 5, codice civile.

### Eventi di rilievo accaduti dopo il 30 giugno 2009

Rispetto a quanto risultante dalla situazione patrimoniale di fusione di Realty al 30 giugno 2009 – oltre che quanto riportato nella Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2009 approvata dal Consiglio di Amministrazione di Realty del 4 agosto 2009 e depositata presso la sede sociale e presso Borsa Italiana il 5 agosto 2009 – i principali fatti di gestione successivi al 30 giugno 2009 – di seguito descritti con maggiore dettaglio – consistono (i) nel perfezionamento della cessione del 100% del capitale sociale di Adriatica Turistica (la “Cessione Adriatica Turistica”); (ii) nella sottoscrizione di un accordo preliminare per la cessione del 100% del capitale sociale di Vailog e successivo perfezionamento (la “Cessione Vailog”); (iii) nella sottoscrizione del Protocollo di Intesa concernente l'integrazione di Realty con Industria e Innovazione, nonché (iv) nell'approvazione del Resoconto Intermedio di Gestione del Gruppo Realty al 30 settembre 2009.

### *Cessione Adriatica Turistica*

Realty, in data 30 settembre 2009, ha perfezionato, in conformità agli accordi sottoscritti in data 22 luglio 2009, la cessione a Piovesana Holding S.p.A. (“Piovesana Holding”) del 100% del capitale sociale di Adriatica Turistica, al prezzo di Euro 31,9 milioni. Piovesana Holding é stata considerata quale parte correlata, ai sensi dell’art. 2, comma 1, lettera h) del Regolamento Emittenti, in quanto azionista della Realty per una quota pari a circa il 15,5% nonché soggetta al controllo di Eugenio Piovesana, legato da un rapporto di parentela diretto con il consigliere di Realty sig.ra Paola Piovesana.

In particolare, il corrispettivo pattuito a fronte della cessione del 100% del capitale di Adriatica Turistica S.p.A. consiste in:

- Euro 1,6 milioni a titolo di anticipo del prezzo corrisposti in data 22 luglio 2009;
- Euro 20,9 milioni circa, corrisposti in contanti alla data del trasferimento delle azioni, 30 settembre 2009;
- Euro 4,4 milioni circa, attraverso accollo liberatorio del debito che Realty ha maturato al 30 giugno 2009 nei confronti di Adriatica Turistica, derivante da un contratto di conto corrente di corrispondenza tra le parti;
- Euro 5,0 milioni, garantiti da garanzia fideiussoria a prima richiesta rilasciata da primario istituto bancario, da corrispondersi il 30 giugno 2012.

Con riferimento al bilancio consolidato di Realty dell’esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, il gruppo facente capo ad Adriatica Turistica (“Gruppo Adriatica Turistica”) ha contribuito in termini di ricavi totali e di EBITDA rispettivamente per circa Euro 5,0 milioni ed Euro 1,9 milioni. Sempre con riferimento alla data di fine 2008, il contributo del gruppo Adriatica Turistica alla posizione finanziaria netta consolidata di Realty era pari a circa Euro 1,0 milioni.

Tenuto conto che la partecipazione in Adriatica Turistica risultava iscritta, al 30 settembre 2009, per circa Euro 30,8 milioni nel bilancio individuale e per circa Euro 29,8 milioni nel bilancio consolidato di Realty, la cessione ha consentito – al netto dell’effetto fiscale e degli oneri accessori alla transazione – la realizzazione di una plusvalenza di circa Euro 0,7 milioni dal punto di vista civilistico e circa Euro 1,7 milioni dal punto di vista consolidato (la plusvalenza lorda dell’effetto fiscale e degli oneri accessori alla transazione ammonta rispettivamente a Euro 1,1 milioni e Euro 2,1 milioni). La cessione ha consentito inoltre il miglioramento della posizione finanziaria del Gruppo Realty di circa Euro 25,1 milioni, quale effetto netto dell’incasso della parte *cash* del prezzo per circa Euro 22,5 milioni nonché della

registrazione del credito finanziario di Euro 5,0 milioni nei confronti dell'acquirente, da un lato, e del deconsolidamento di disponibilità liquide al 30 settembre 2009 per circa Euro 2,4 milioni, dall'altro.

Parte dell'incasso della Cessione Adriatica Turistica è stato utilizzato per il rimborso integrale del finanziamento concesso da Unicredit nel 2007 – per l'acquisizione di Vailog – di originari Euro 16,0 milioni e che residuava al 30 settembre 2009 (data del rimborso) per Euro 9,8 milioni.

Circa la dismissione di Adriatica Turistica, Realty ha pubblicato un documento informativo, ai sensi degli artt. 71 e 71-bis del Regolamento Emittenti, depositato in data 14 ottobre 2009 e disponibile sul sito internet dell'Emittente [www.realtyvailog.com](http://www.realtyvailog.com).

#### *Cessione Vailog*

Realty, in data 1 dicembre 2009 (la "Data di Esecuzione"), ha perfezionato la cessione della partecipazione in Vailog a Parval S.r.l. ("Parval") ai sensi un accordo preliminare sottoscritto in data 28 settembre 2009 per la vendita del 100% del capitale sociale di Vailog, come annunciato con il comunicato stampa diffuso in pari data. Parval è stata considerata quale parte correlata, ai sensi dell'art. 2, comma 1, lettera h) del Regolamento Emittenti, in quanto azionista di Realty per una quota pari a circa il 10,5% nonché soggetta al controllo di Fabrizio Bertola, Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione di Realty sino al 23 aprile 2009 ed attuale Presidente con deleghe esecutive del Consiglio di Amministrazione di Vailog.

Il corrispettivo pattuito a fronte della Cessione Vailog consiste in:

- Euro 2,5 milioni a titolo di caparra corrisposti alla data di sottoscrizione del contratto preliminare;
- Euro 7,0 milioni, corrisposti in contanti alla Data di Esecuzione;
- Euro 9,6 milioni circa da corrisondersi in contanti il 30 marzo 2010;
- Euro 6,0 milioni circa da corrisondersi in contanti il 30 settembre 2012 (tale *tranche* di prezzo sarà assistita da garanzia bancaria a prima domanda).

Nel medesimo contesto, Realty ha stipulato, alla Data di Esecuzione:

- un contratto preliminare per la compravendita di un immobile a destinazione industriale di proprietà di Vailog sito ad Arluno (MI) (l' "Immobile di Arluno") al prezzo di Euro 3,5 milioni – oltre all'accollo da parte di Realty del finanziamento ipotecario concesso dal Credito Artigiano di Euro 9 milioni circa attualmente gravante sull'immobile

(“Finanziamento Credito Artigiano”) – da eseguirsi il 30 marzo 2010 subordinatamente al pagamento, da parte di Parval, dell’importo di Euro 9,6 milioni quale parte del prezzo della cessione. L’importo di Euro 3,5 milioni per l’acquisto dell’immobile sarà ridotto – in sede di stipula del contratto definitivo – di un importo pari alla differenza tra (a) i canoni di locazione percepiti da Vailog (pari a circa Euro 1,1 milioni annui) e (b) gli interessi maturati sul Finanziamento Credito Artigiano nel periodo intercorrente tra la Data di Esecuzione e il 30 marzo 2010 (pari a circa Euro 0,3 milioni su base annua), oltre ai costi di gestione dell’immobile nel medesimo periodo;

- un’opzione per la vendita a Borgo S.r.l. (“Borgo”) (società controllata da Vailog) – da eseguirsi al 30 settembre 2012 – di una o più unità immobiliari a destinazione residenziale per complessivi massimi 1.000 mq valorizzati ad Euro 2.000 per mq. di superficie lorda di pavimento (“s.l.p.”) che la stessa Borgo svilupperà entro la suddetta data nel comune di Agognate (NO). L’eventuale esecuzione del contratto di vendita dell’immobile è prevista per il 30 settembre 2012, subordinatamente al pagamento, da parte di Parval, dell’importo di Euro 6,0 milioni quale parte del prezzo della Cessione Vailog.

Si rammenta che, con riferimento al bilancio consolidato di Realty dell’esercizio chiuso al 31 dicembre 2008, Vailog e le sue controllate (“Gruppo Vailog”) hanno contribuito in termini di ricavi di vendita per circa Euro 89,9 milioni, mentre l’EBITDA è ammontato ad Euro 5,3 milioni (al netto dello scarico del maggior valore derivante dall’acquisizione di Vailog ed allocato sui progetti immobiliari in corso).

Nel corso dei primi 9 mesi del 2009, l’EBITDA originato dall’attività caratteristica del Gruppo Vailog, - esclusi gli effetti derivanti dall’Immobile di Arluno che in base agli accordi di cessione è di fatto escluso dal perimetro della Cessione Vailog – è stato positivo e pari a Euro 0,4 milioni. Sempre con riferimento al 30 settembre 2009 i ricavi totali del Gruppo Vailog, essenzialmente realizzati sulle iniziative di sviluppo immobili a destinazione industriale/logistica, ammontano a Euro 10,9 milioni.

Si segnala che, come meglio descritto nel Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2009, con riferimento alla situazione al 30 settembre, Realty ha proceduto ad effettuare un’apposita svalutazione delle attività nette di pertinenza del Gruppo Vailog, per un totale di Euro 6,4 milioni, al fine di allinearne il valore di carico al prezzo di cessione attualizzato, al netto degli stimati oneri accessori alla transazione.

Di contro – sempre con riferimento al 30 settembre 2009 – la Cessione Vailog, tenuto conto degli impegni connessi all’acquisto dell’Immobile di Arluno, permetterà il miglioramento della posizione finanziaria netta consolidata di Realty per complessivi Euro 41,0 milioni circa, quale effetto netto di: (i) incasso della

parte *cash* del prezzo e dell'iscrizione di crediti finanziari per complessivi Euro 21,6 milioni circa; (ii) accollo del debito correlato all'Immobile di Arluno; (iii) deconsolidamento di indebitamento finanziario netto per circa Euro 30,5 milioni e (iv) rimborso del debito di Realty nei confronti di Vailog per conto corrente di corrispondenza (Euro 2,1 milioni).

Si segnala per completezza che, trattandosi di una operazione sostanzialmente assimilabile ad un *management buy-out*, Realty ha rilasciato a Parval un limitato livello di garanzie relative alla pregressa gestione del Gruppo Vailog.

Circa la dismissione di Vailog, Realty ha pubblicato un documento informativo, ai sensi degli artt. 71 e 71-*bis* del Regolamento Emittenti, depositato in data 14 dicembre 2009 e disponibile sul sito internet dell'Emittente [www.realtyvailog.com](http://www.realtyvailog.com).

#### *Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2009*

In data 12 novembre 2009, il Consiglio di Amministrazione di Realty ha approvato il Resoconto Intermedio di Gestione al 30 settembre 2009, depositato presso la sede sociale e presso Borsa Italiana in pari data.

### **3. RAPPORTO DI CAMBIO E CRITERI SEGUITI PER LA SUA DETERMINAZIONE**

#### **3.1 Premessa**

Nelle riunioni del 28 ottobre 2009 i Consigli di Amministrazione di Realty e di Industria e Innovazione, esaminate le relazioni dei rispettivi *advisor*, hanno deliberato di approvare il Progetto di Fusione, contenente l'indicazione del concambio di Fusione. Il concambio di Fusione era stato approvato, negli stessi termini, dai Consigli di Amministrazione di Realty e Industria e Innovazione, con il supporto dei rispettivi *advisor*, in data 28 settembre 2009 nel contesto dell'approvazione del Protocollo di Intesa relativo al Progetto di Integrazione tra le Società Partecipanti.

Il valore del capitale economico di Industria e Innovazione ai fini del rapporto di concambio è individuato in funzione del numero di azioni di Realty consegnate in Offerta, per effetto della diversa valorizzazione di quest'ultima per il calcolo del concambio rispetto al prezzo di Offerta, finanziato interamente a debito.

Pertanto i Consigli di Amministrazione di Industria e Innovazione e Realty hanno individuato, con l'assistenza dei rispettivi *advisors*<sup>3</sup>, un concambio di Fusione (il "Rapporto di Cambio") variabile unicamente in funzione del numero di adesioni all'Offerta, secondo la seguente formula, che prevede

---

<sup>3</sup> I già citati Borghesi, Colombo & Associati per Realty e MPS Capital Service per Industria e Innovazione.

l'assegnazione per ogni azione ordinaria Industria e Innovazione posseduta, un numero di azioni ordinarie Realty pari a:

$$0,251 + 0,0000000927499 \times \text{numero di azioni ordinarie di Realty apportate in Offerta}$$

Dove:

- 0,251 è il Rapporto di Cambio per ogni azione Industria e Innovazione nelle ipotesi di zero adesioni all'Offerta (e quindi di partecipazione di Industria e Innovazione pari al 24,65%), approssimato al terzo decimale per omogeneità con il Rapporto di Cambio puntuale che sarà identificato al termine dell'Offerta. Peraltro, ai soli fini del calcolo dei due estremi del rapporto di cambio, sopra indicati, tale addendo è stato considerato in forma più estesa e, quindi, più precisamente in 0,2507622;
- 0,0000000927499 è un fattore incrementale del concambio per ogni azione Industria e Innovazione, funzione del maggior valore di ogni azione Realty apportata all'Offerta rispetto al prezzo d'Offerta, da applicarsi per partecipazioni di Industria e Innovazione in Realty fino ad un massimo del 90%.

L'estremo inferiore del Rapporto di Cambio, ossia n. 281 azioni Realty ogni n. 1.000 azioni Industria e Innovazione, rappresenta il Rapporto di Cambio puntuale che risulterebbe in caso di partecipazione complessiva di Industria e Innovazione *post* Offerta pari alla Soglia Minima, presupposto per l'esecuzione della Fusione.

Dall'applicazione di tale formula, tenuto conto che (i) l'Offerta non sarebbe stata in nessun caso efficace se non fosse stata raggiunta la Soglia Minima e (ii) Industria e Innovazione aveva dichiarato di voler ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni, il range del Rapporto di Cambio individuato variava da un minimo di n. 281 azioni ordinarie di Realty ogni n. 1.000 azioni ordinarie di Industria e Innovazione (nell'ipotesi di raggiungimento della Soglia Minima) ad un massimo di n. 401 azioni ordinarie di Realty ogni n. 1.000 azioni ordinarie di Industria e Innovazione (nell'ipotesi di raggiungimento di una partecipazione pari al 90% del capitale della Società da parte di Industria e Innovazione).

Realty e Industria e Innovazione avevano concordato che, laddove per effetto delle adesioni all'Offerta Industria e Innovazione avesse detenuto una partecipazione eccedente la soglia del 90%, il Rapporto di concambio sarebbe rimasto fisso e pari a n. 401 azioni ordinarie dell'Emittente ogni n. 1.000 azioni ordinarie di Realty.

Alla luce dei risultati dell'Offerta il Rapporto di Cambio, in applicazione della formula che precede, è stato individuato pari a:

**n. 333 azioni ordinarie Realty per ogni n. 1.000 azioni ordinarie di Industria e Innovazione**

Non sono previsti conguagli in denaro.

### **3.2 Individuazione e descrizione delle metodologie di valutazione**

#### **3.2.1 Metodi di valutazione adottati**

##### **3.2.1.1 Premessa**

Ai fini della Fusione, coerentemente con quanto avviene in operazioni similari, i valori delle Società Partecipanti alla Fusione sono stati determinati dagli *advisor* in ipotesi di continuità aziendale ed in ottica cosiddetta “*stand alone*”, ovvero a prescindere da ogni considerazione di carattere economico e finanziario relativa agli effetti della Fusione stessa (quali, a titolo d'esempio, eventuali risparmi di costi, incrementi di ricavi, sinergie di altro tipo o eventuali effetti di mercato attesi sulla quotazione dei titoli della società risultante dalla Fusione).

Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, inoltre, le metodologie di valutazione devono essere raffrontabili; nella fattispecie, trattandosi di due *holding* di partecipazioni aventi oggetti sociali analoghi, la raffrontabilità si è tradotta nell'utilizzo per entrambe dello stesso approccio valutativo.

Si evidenzia infine che le valutazioni nell'ambito di progetti di fusione sono finalizzate alla stima di valori “relativi” delle società coinvolte e non di valori “assoluti”. Ne consegue che i valori delle Società Partecipanti stimati ai fini della determinazione del concambio non potranno essere assunti a riferimento in contesti diversi dalla Fusione.

##### **3.2.1.2 Metodi di valutazione adottati**

Alla luce delle premesse metodologiche sopra richiamate e tenuto conto della natura dell'Operazione, della finalità delle stime, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa nazionale ed internazionale, con particolare riferimento alle *holding* di partecipazioni, nonché delle caratteristiche proprie di ciascuna società, per la stima del valore del capitale economico di Realty e di Industria e Innovazione ai fini della determinazione del concambio gli *advisor* hanno utilizzato il metodo patrimoniale come somma delle parti (“Metodo SOP”).

Si evidenzia che, come indicato in dettaglio nel successivo Paragrafo 3.2.2.3, pur essendo Realty quotata sul segmento *Standard* del Mercato MTA di Borsa Italiana, non è stato adottato il metodo delle quotazioni borsistiche in quanto:

- Industria e Innovazione non è quotata e una parte significativa del suo portafoglio di investimenti è rappresentato da partecipazioni in società non quotate;
- il titolo Realty presenta un volume di scambi ridotto e quindi una scarsa liquidità, che rende poco significative a fini valutativi le quotazioni borsistiche. Le stesse considerazioni valgono per Reno De Medici, di cui Industria e Innovazione detiene una quota pari al 9,07% del capitale.

Di seguito, si fornisce una descrizione del Metodo SOP e della sua applicazione alle due Società Partecipanti ai fini della determinazione del concambio, con indicazione delle difficoltà e dei limiti rilevati.

### **3.2.2 Descrizione ed applicazione del Metodo SOP**

#### **3.2.2.1 Premessa**

Il Metodo SOP consiste nella stima del valore del capitale economico delle società oggetto di valutazione come somma dei valori delle partecipazioni e delle altre attività da esse detenute, ciascuna considerata come un'entità economica valutabile singolarmente, al netto delle passività.

La dottrina e la prassi professionale utilizzano tale metodologia quale criterio principale per la valutazione delle *holding* finanziarie, poiché esse controllano attività eterogenee, con profili e dinamiche differenziate nonché scarsamente integrate, sotto il profilo sia della tipologia di *business* sia, eventualmente, del grado di influenza/controllo sulle partecipate.

Industria e Innovazione, come precedentemente segnalato, è una *holding* cui fa capo un portafoglio di partecipazioni di minoranza operanti in settori diversificati e, come tale, corrisponde alla tipologia di società generalmente valutate con il Metodo SOP. Realty, per effetto del venir meno dell'attività industriale prevalente del gruppo ad esito della Cessione Vailog è di fatto anch'essa assimilabile ad una *holding* di partecipazioni che detiene una serie di attività tra loro non integrate e pertanto è opportunamente valutabile con il metodo sopra descritto.

#### **3.2.2.2 Applicazione del Metodo SOP**

Nell'applicazione del Metodo SOP, gli *advisor* hanno proceduto alla stima di intervalli di valori del capitale economico di Realty e di Industria e Innovazione ai fini della determinazione del concambio, come di seguito indicato.

Sono indicate di seguito, per singola attività oggetto di valutazione, nell'ambito di applicazione del Metodo SOP, rispettivamente a) il valore massimo dell'intervallo di valutazione e b) il valore minimo di valutazione.

## **Realty**

- Proprietà Magenta-Boffalora:
  - a) valore attuale, sulla base della metodologia del “*discounted cash flow*” (“DCF”), dei flussi di cassa attesi dal *business plan* del progetto di sviluppo, al netto dell’effetto fiscale;
  - b) valore determinato applicando al *Net Asset Value* (“NAV”) dell’iniziativa, ovvero al valore massimo come sopra determinato al netto dei debiti, lo sconto mediano del NAV<sup>4</sup> di un campione di società comparabili quotate rispetto ai relativi prezzi di mercato e risommando i debiti al valore così ottenuto.
- Proprietà San Cugat (Barcellona):
  - a) valore di carico al 30 giugno 2009 sulla base della situazione patrimoniale consolidata del Gruppo Realty al 30 giugno 2009 appositamente predisposta effettuando le rettifiche *pro-forma* necessarie a riflettere retroattivamente alla stessa data gli effetti economici, patrimoniali e finanziari derivanti dalla Cessione Vailog e dalla Cessione Adriatica Turistica (la “Situazione Patrimoniale *pro-forma*”);
  - b) valore di presunto realizzo stimato in ipotesi conservativa di cessione in blocco della Proprietà San Cugat in un arco temporale limitato.
- Partecipazione in 400 Fifth Avenue S.p.A. (19,9%) (“400 Fifth Avenue”):
  - a) valore attuale, sulla base della metodologia del DCF, dei flussi di cassa previsti dal *business plan* del progetto di sviluppo;
  - b) valore di carico al 30 giugno 2009 sulla base della Situazione Patrimoniale *pro-forma*.
- Immobile di Arluno:
  - a) valore risultante dalla perizia sull’immobile stesso redatta da Real Estate Advisory Group in data 24 luglio 2009 e confermata in data 21 ottobre 2009;
  - b) valore attribuito all’immobile nell’ambito della transazione relativa alla Cessione Vailog<sup>5</sup>;

---

<sup>4</sup> E’ stata considerata la mediana dei multipli P/NAV espressi da un campione di società comparabili, calcolati con riferimento ai rispettivi NAV al 30 giugno 2009 ed alla media dei prezzi di Borsa ad un mese a far data dal 25 settembre 2009.

<sup>5</sup> Gli accordi della Cessione Vailog prevedono l’acquisto dell’Immobile di Arluno, attualmente di proprietà di Vailog, da parte di Realty entro il 30 marzo 2010. Per ulteriori dettagli si rimanda al Paragrafo 2 “Situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione”.

Le altre attività, non oggetto di specifica valutazione, sono state considerate, nell'ambito della stima di valore del capitale economico al valore di carico al 30 giugno 2009 così come dalla Situazione Patrimoniale *pro-forma*.

Anche la posizione finanziaria netta utilizzata riflette quella al 30 giugno 2009 così come dalla Situazione Patrimoniale *pro-forma*. La tabella che segue riepiloga le stime effettuate dagli *advisor* ai fini della determinazione del concambio:

**TABELLA 1 – VALUTAZIONE DI REALTY AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL CONCAMBIO** *Dati in € mln*

<b>RV</b>	<b>Valore di carico*</b>	<b>Intervallo di valori</b>
Proprietà Magenta	21,0	24,3 - 35,8
Iniziativa New York	19,5	19,5 - 21,8
Proprietà Barcellona	14,0	11,2 - 14,0
Immobile Arluno	12,5	12,5 - 12,6
<b>Totale patrimonio immobiliare</b>		<b>67,5 - 84,2</b>
Liquidità netta		16,2
Altre attività / (Passività)		(0,8)
<b>Equity Value</b>		<b>82,9 - 99,6</b>
<b>Equity Value per azione (€)</b>		<b>3,351 - 4,028</b>

*\*Valori di carico sulla base della Situazione Patrimoniale pro-forma, analoghi a quelli riscontrabili nella Relazione finanziaria semestrale del Gruppo Realty al 30 giugno 2009*

Dall'applicazione del Metodo SOP secondo le modalità sopra illustrate consegue che il valore del capitale economico di Realty stimato ai fini della determinazione del concambio è compreso tra un valore minimo di Euro 82,9 milioni ed un valore massimo di Euro 99,6 milioni, corrispondente ad un valore per azione compreso tra un valore minimo di Euro 3,351 ed un valore massimo di Euro 4,028.

### **Industria e Innovazione**

- Partecipazione del 24,65% in Realty: stima valore come quota parte dell'intervallo di valori risultante dall'applicazione del Metodo SOP (come sopra individuati).
- Partecipazione in Reno de Medici (9,07%):
  - a) stima sulla base dei multipli di mercato EV/EBITDA<sup>6</sup> espressi da un campione di società comparabili quotate, applicati all'EBITDA della società atteso nell'esercizio 2010;

<sup>6</sup> Considerata la mediana dei multipli EV/EBITDA espressi da un campione di società comparabili negli anni 2009 e 2010, calcolati con riferimento alla media dei prezzi di Borsa ad un mese a far data dal 25 settembre 2009.

- b) stima sulla base dei multipli di mercato EV/EBITDA espressi da un campione di società comparabili quotate, applicati all'EBITDA della società atteso nell'esercizio 2009.
- Partecipazione in Mediapason (17,84%):
  - a) stima sulla base dei multipli di mercato EV/EBITDA<sup>7</sup> espressi da un campione di società comparabili quotate, applicati all'EBITDA della società atteso nell'esercizio 2011;
  - b) stima sulla base dei multipli di mercato EV/EBITDA espressi da un campione di società comparabili quotate, applicati all'EBITDA della società atteso nell'esercizio 2010;
- Partecipazione in RCR (31,99%):
  - a) valore attuale, sulla base della metodologia del DCF, dei flussi di cassa previsti dal piano di risanamento della società, asseverato ai sensi dell'art. 67 della legge fallimentare;
  - b) media 2010-2011 dei valori stimati sulla base dei multipli di mercato EV/EBITDA<sup>8</sup> espressi da un campione di società comparabili quotate, applicati all'EBITDA atteso della società negli stessi anni.
- Partecipazione in CST (10,00%):
  - a) valore attuale, sulla base della metodologia del DCF, dei flussi di cassa previsti dal *business plan* della società; il costo medio ponderato del capitale utilizzato per l'attualizzazione non tiene conto di fattori di rischio specifico;
  - b) valore attuale scontato, sulla base della metodologia del DCF, dei flussi di cassa previsti dal *business plan* della società; il costo medio ponderato del capitale utilizzato per l'attualizzazione tiene conto di un fattore di rischio specifico correlabile al rischio stesso di esecuzione del piano.

Per quanto riguarda le ulteriori partecipazioni in portafoglio di Industria e Innovazione, si segnala che: (i) il valore attribuito alla partecipazione del 10% nel capitale sociale di CIE è pari al valore di carico della partecipazione stessa nella situazione patrimoniale di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009<sup>9</sup>. Alla partecipazione nel 3,57% del capitale sociale di Banca MB è stato invece attribuito un valore pari al patrimonio netto contabile *pro-quota* al 31 dicembre 2008<sup>10</sup>.

---

<sup>7</sup> Si veda la nota n. 6.

<sup>8</sup> Si veda la nota n. 6.

<sup>9</sup> Tale valore coincide con il prezzo pagato nella recente acquisizione (2009) di tale partecipazione da parte di Industria e Innovazione; tale dato è stato considerato la migliore approssimazione possibile del valore attribuibile alla partecipazione considerata la limitata quantità di informazioni disponibili (trattandosi di partecipazione di minoranza) ed il fatto che CIE si trova in fase di *start up*.

<sup>10</sup> Per completezza informativa si segnala che, sebbene Banca MB sia stata posta in amministrazione straordinaria da Banca d'Italia per presunte irregolarità nelle procedure di gestione, al momento Banca MB prosegue regolarmente le proprie attività sotto la conduzione da parte di organi straordinari (che operano con la supervisione di Banca

Le altre attività nette, non oggetto di specifica valutazione, e la posizione finanziaria netta sono state considerate, nell'ambito della stima di valore del capitale economico pari al valore di carico al 30 giugno 2009 così come dalla situazione patrimoniale di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009. La tabella che segue riepiloga le stime effettuate e l'intervallo di valutazione di Industria e Innovazione risultante ai fini della determinazione del concambio:

Come meglio indicato al Paragrafo 3.2.2.3, per completezza di informazione, si segnala che i progetti di sviluppo di Industria e Innovazione nel settore delle energie rinnovabili descritti al Paragrafo 1.3.1., pur non essendo stati – in via prudenziale – oggetto di stima analitica nell'ambito della valutazione della società stessa in quanto ancora in una fase preliminare di sviluppo, possono rappresentare un'opzione di creazione di valore potenzialmente significativa.

**TABELLA 2 – VALUTAZIONE DI INDUSTRIA E INNOVAZIONE AI FINI DELLA DETERMINAZIONE DEL CONCAMBIO**

*Dati in € mln*

<b>INDI</b>	<b>% di possesso</b>	<b>Valore di carico*</b>	<b>Intervallo di valori</b>
RDM	9,07%	13,7	11,8 - 14,8
RV	24,65%	23,4	20,4 - 24,6
Mediapason	17,84%	9,0	7,9 - 10,6
Banca MB	3,57%	4,1	3,4
RCR	31,99%	3,6	3,4 - 4,4
CIE	10,00%	5,0	5
CST	10,00%	1,5	1,4 - 1,8
<b>Totale partecipazioni</b>			<b>53,2 - 64,5</b>
Debiti netti			(23,2)
Altre attività / (Passività)			0,0
<b>Equity Value</b>			<b>30,0 - 41,3</b>
<b>Equity Value per azione (€)</b>			<b>0,734 - 1,010</b>

*\*Valori di carico nella situazione patrimoniale di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009*

Dall'applicazione del Metodo SOP secondo le modalità sopra illustrate consegue che il valore del capitale economico di Industria e Innovazione stimato ai fini della determinazione del concambio è compreso tra un valore minimo di Euro 30,0 milioni ed un valore massimo di Euro 41,3 milioni, corrispondente ad un

d'Italia) e che, in base alle informazioni attualmente disponibili, la qualità degli attivi della banca non è oggetto di particolari criticità.

valore per azione compreso tra un valore minimo di Euro 0,734 ed un valore massimo di Euro 1,010.

### **3.2.2.3 Difficoltà e limitazioni della valutazione**

Nella valutazione delle Società Partecipanti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, sono state riscontrate le seguenti difficoltà e le limitazioni:

- Limitatezza della base informativa, in particolare per quanto riguarda Industria e Innovazione, che è titolare di partecipazioni in società quotate prive di informazioni prospettive pubbliche e senza copertura da parte degli analisti finanziari, ovvero di partecipazioni di minoranza in società non quotate, per le quali le informazioni prospettive non sono facilmente accessibili.
- Nell'applicazione del Metodo SOP difficoltà nella valutazione di talune attività e/o partecipazioni in società non quotate per le quali, non essendo disponibile un *business plan*, si è fatto riferimento ai multipli espressi dal mercato relativi a campioni di società quotate ritenute comparabili.
- Scarsa significatività delle quotazioni borsistiche sia del titolo Realty che del titolo Reno De Medici caratterizzati da un ridotto volume di scambi e quindi una scarsa liquidità che rendono poco significative le quotazioni di Borsa a fini valutativi.

## **4. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE E DATA DI GODIMENTO DELLE STESSE**

Poiché, come anche precedentemente descritto, il capitale sociale di Realty (che ricordiamo essere la Società Incorporante) risulterà alla Data di Efficacia della Fusione (come di seguito definita) detenuto al 60,34% da Industria e Innovazione (che ricordiamo essere la Società Incorporanda), l'operazione di integrazione costituisce una fusione c.d. "inversa". La Fusione sarà infatti proposta nella forma di fusione per incorporazione di Industria e Innovazione in Realty con redistribuzione e assegnazione agli azionisti di Industria e Innovazione, in applicazione del Rapporto di Cambio, delle azioni Realty di cui Industria e Innovazione è titolare al termine del Periodo di Adesione dell'Offerta – senza che quest'ultime rimangano mai acquisite al patrimonio di Realty come azioni proprie.

La struttura dell'operazione prevedeva che, in base al livello di adesioni all'Offerta, il numero di azioni Realty *post* Offerta detenute da Industria e Innovazione sarebbe risultato:

- (i) esattamente pari al numero di azioni necessario a soddisfare gli azionisti dell'Incorporanda secondo il Rapporto di Cambio; oppure

(ii) inferiore al numero di azioni necessario a soddisfare gli azionisti dell'Incorporanda secondo il Rapporto di Cambio, con la necessità di un aumento di capitale sociale a servizio della Fusione (in virtù del Rapporto di Cambio), mediante emissione di massime n. 2.094.558 nuove azioni Realty, prive di valore nominale, (a fronte di un aumento di capitale di massimi Euro 6.912.041, dunque di Euro 3,3 per ogni azione emessa); tali azioni eventualmente emesse sarebbero state quotate al pari delle azioni Realty già in circolazione; oppure ancora

(iii) superiore al numero di azioni necessario a soddisfare gli azionisti dell'Incorporanda secondo il Rapporto di Cambio, con necessità di procedere all'annullamento di massime n. 8.331.580 azioni Realty prive di valore nominale, a fronte di una riduzione di capitale sociale per massimi Euro 39.062.010, e più precisamente con riduzione dell'ammontare di capitale corrispondente alle azioni annullate.

Al perfezionamento della Fusione si procederà all'annullamento delle azioni rappresentanti l'intero capitale sociale di Industria e Innovazione.

Considerato il risultato dell'Offerta tale per cui Industria e Innovazione possiede n. 14.923.354 azioni Realty, la casistica applicabile è la n. (iii), per cui si procederà all'annullamento di n. 1.303.654 azioni Realty.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

Le azioni ordinarie di Realty emesse a servizio del concambio saranno messe a disposizione degli azionisti di Industria e Innovazione, secondo le forme proprie delle azioni accentrate nella Monte Titoli S.p.A. e dematerializzate, a partire dal primo giorno lavorativo successivo alla data di decorrenza degli effetti civilistici della Fusione. Tale data sarà resa nota con apposito avviso pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale.

La Fusione comporterà il subentro di Realty ad Industria e Innovazione nei rapporti giuridici attivi e passivi di quest'ultima.

Le azioni Realty già di titolarità di Industria e Innovazione verranno quindi utilizzate a servizio del concambio, attribuendole *pro-quota* agli azionisti di Industria e Innovazione.

La detenzione delle azioni proprie di Realty e l'attribuzione delle stesse ai soci di Industria e Innovazione sono momenti inscindibili di un'unica operazione: le azioni della Incorporante detenute prima della Fusione dalla Incorporata affluiranno direttamente ai soci di Industria e Innovazione, senza che esse passino, neppure per un istante, nel patrimonio della Incorporante, e dunque, senza che l'operazione possa considerarsi alla stregua di un vero e proprio "acquisto di azioni proprie".

Sulla scorta delle osservazioni che precedono, e proprio in virtù dell'integrale ed immediata utilizzazione delle azioni Realty per il loro trasferimento ai soci di Industria e Innovazione, non verrà costituita la riserva indisponibile prevista dall'art. 2357-ter del codice civile ritenendosi tale disposizione inapplicabile nell'ambito della Fusione.

Laddove necessario, nell'ambito delle modalità di assegnazione delle azioni della Società Incorporante sarà messo a disposizione degli azionisti di Industria e Innovazione, per il tramite degli intermediari autorizzati, un servizio per consentire di ottenere un numero intero di azioni Realty spettanti in applicazione del rapporto di cambio, ai prezzi di mercato e senza aggravio di spese, bolli o commissioni. Realty assicurerà la complessiva quadratura dell'operazione. In ogni caso nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

#### **5. DATA DI EFFICACIA DELLA FUSIONE E DATA A DECORRERE DALLA QUALE LE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI SONO IMPUTATE AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE**

La data di decorrenza degli effetti della Fusione ai sensi dell'articolo 2504-bis, secondo comma, del codice civile, sarà la data di esecuzione dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504 del codice civile presso il Registro delle Imprese di Milano, quale registro del luogo dove hanno sede entrambe le società, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto di fusione (la "Data di Efficacia della Fusione").

A partire dalla Data di Efficacia della Fusione, Realty subentrerà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo ad Industria e Innovazione.

#### **6. RIFLESSI TRIBUTARI DELLA FUSIONE SULLE SOCIETÀ PARTECIPANTI**

Ai fini delle imposte sui redditi, la Fusione, ai sensi dell'articolo 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, approvato con D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, è fiscalmente neutra; difatti, essa non costituisce realizzo o distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni di Industria e Innovazione, comprese quelle relative alle rimanenze ed al valore di avviamento.

Le eventuali differenze di Fusione, che dovessero emergere in esito alla Fusione, non concorrono a formare reddito imponibile di Realty, essendo la Fusione non rilevante ai fini dell'imposizione sui redditi.

Inoltre, i maggiori valori che dovessero essere imputati agli elementi patrimoniali provenienti da Industria e Innovazione non saranno imponibili nei confronti di Realty, e di conseguenza i beni ricevuti saranno valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi in capo a Industria e Innovazione.

Le riserve in sospensione d'imposta iscritte nell'ultimo bilancio di Industria e Innovazione ed ancora esistenti alla Data di Efficacia della Fusione verranno trattate in ossequio alle specifiche disposizioni dell'art. 172, comma 5, del Testo Unico delle Imposte sui Redditi, provvedendosi, se del caso, alla loro ricostituzione.

Ai fini delle imposte indirette, la Fusione costituisce un'operazione esclusa dall'ambito applicativo dell'IVA, ai sensi dell'art. 2, comma 3, lett. f), del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633. Secondo tale norma, infatti, non sono considerate cessioni rilevanti ai fini IVA i passaggi di beni in dipendenza di fusioni di società.

Per quanto concerne l'imposta di registro, l'atto di fusione, ai sensi dell'art. 4, lettera b), della Parte Prima della Tariffa allegata al D.P.R. 26 aprile 1986, n. 131, è soggetto ad imposta fissa nella misura di Euro 168,00.

## **7. LE PREVISIONI SULLA COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO RILEVANTE NONCHÉ SULL'ASSETTO DI CONTROLLO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE A SEGUITO DELLA FUSIONE ED EFFETTI DELLA FUSIONE SUI PATTI PARASOCIALI**

### **7.1.1 Industria e Innovazione**

L'azionariato di Industria e Innovazione è composto da 19 soci - con partecipazioni variabili, calcolate sommando le partecipazioni dei soci appartenenti ad un medesimo gruppo, tra un minimo dell'1% ed un massimo del 15,89% – legati da un patto parasociale, avente ad oggetto un sindacato di voto e di blocco di durata quinquennale (il "Patto Parasociale"). Nessuno dei soci esercita quindi il controllo su Industria e Innovazione ai sensi dell'art. 2359 del codice civile e dell'art. 93 del TUF.

Il Patto Parasociale è un patto di sindacato di voto e di blocco di durata quinquennale (e dunque fino al 27 novembre 2013) che prevede, tra l'altro, (i) un impegno delle parti a non alienare le azioni sindacate fatti salvi i trasferimenti infragruppo nonché quelli al coniuge, ascendenti e discendenti in linea retta a condizione, in ogni caso, della preventiva adesione dei cessionari al Patto Parasociale, (ii) la costituzione di organi interni al patto (vale a dire dell'assemblea delle parti e del comitato direttivo che, composto da dieci componenti, delibera sui piani operativi poliennali della società, sul *budget* annuale, sulle materie da sottoporsi all'esame dell'assemblea delle parti e sull'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di Industria e Innovazione), (iii) le modalità di composizione degli organi sociali di Industria e Innovazione (Consiglio di Amministrazione, eventuale Comitato Esecutivo e Collegio Sindacale), (iv) un impegno degli aderenti a votare nelle assemblee di Industria e Innovazione in conformità alle deliberazioni assunte dagli organi del sindacato.

Alla data odierna, gli azionisti che detengono azioni con diritto di voto sono:

<i>Azionista</i>	<i>Percentuale sul capitale sociale</i>	<i>Numero di Azioni</i>
Rodrigue S.A.	12,22%	5.000.000
Argo Finanziaria S.p.A.	12,22%	5.000.000
MPS Investments S.p.A.	12,22%	5.000.000
Allianz S.p.A.	8,56%	3.500.000
Sabbia del Brenta S.r.l.	7,33%	3.000.000
NELKE S.r.l.	4,89%	2.000.000
Giorgione Immobiliare S.r.l.	4,89%	2.000.000
Allegro S.a.r.l. per conto Generali Financial Holding	4,89%	2.000.000
Fondiaria-SAI S.p.A.	3,91%	1.600.000
Milano Assicurazioni S.p.A.	3,91%	1.600.000
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	3,67%	1.500.000
Lowlands Comercio Internacional e Servicos LDA	3,67%	1.500.000
Financiere Phone 1690 S.A.	3,67%	1.500.000
Muscade Comercio Internacional LDA	3,67%	1.500.000
Beatrice Colleoni	3,67%	1.500.000
Emanuele Rossini	2,44%	1.000.000
Vittorio Caporale	1,96%	800.000
Dominic Bunford	1,22%	500.000
Silvana Mattei	0,98%	400.000
<b>TOTALE</b>	<b>100%</b>	<b>40.900.000</b>

### 7.1.2 Realty

Alla data della presente Relazione, nessun azionista controlla Realty e non esistono parasociali aventi direttamente ad oggetto le azioni di Realty.

Dalle risultanze del libro soci di Realty, integrate dalle comunicazioni pervenute ai sensi di legge a disposizione della stessa, alla data del 28 ottobre 2009, gli azionisti che detengono, direttamente o indirettamente, azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% sono:

<i>Azionista</i>	<i>Percentuale sul capitale sociale</i>	<i>Numero di Azioni</i>
Industria e Innovazione S.p.A.	24,65%	6.097.387
Eugenio Piovesana	15,55%	3.847.101
Fabrizio Bertola	10,51%	2.600.187
Fabio Bonati	2,28%	564.705
Kairos Partners SGR S.p.A.	2,091%	517.090

Nel contesto della Fusione, Industria e Innovazione ha informato Realty che il Patto Parasociale - in una prospettiva di continuità – conserverà la propria efficacia ad esito dell'Offerta, prima, e della Fusione, poi.

Industria e Innovazione ha previsto che alla chiusura dell'Offerta, divenuto il soggetto controllante di Realty, il Patto Parasociale assume rilevanza ai sensi degli artt. 122 e ss. del TUF e sarà modificato nella durata (non più quinquennale ma triennale in virtù della nuova disciplina applicabile). Fase che sarà necessariamente precedente l'efficacia della Fusione, essendo previsto che l'Offerta sia immediatamente efficace al raggiungimento della soglia di adesioni del 66,67% o, in mancanza, divenga comunque efficace con l'adozione delle delibere di approvazione della Fusione; nelle more dell'esecuzione della Fusione deliberata, pertanto, il Patto Parasociale assumerebbe rilevanza come patto su controllante di quotata.

Industria e Innovazione, inoltre, ha dichiarato che il Patto Parasociale, con efficacia dalla data della Fusione, sarà modificato per adeguarlo alle disposizioni di legge applicabili alle società quotate. In sintesi, le modifiche hanno ad oggetto – oltre ad una espressa presa d'atto della prosecuzione del Patto Parasociale ad esito della Fusione - le modalità di nomina degli organi sociali dell'Emittente *post* Fusione al fine di contemplare la necessaria rappresentanza degli azionisti di minoranza nell'organo amministrativo e in quello di controllo.

Pertanto, al perfezionamento della Fusione, il Patto Parasociale, pur rimanendo in vigore tra i medesimi aderenti, muterà il proprio oggetto dalle azioni di Industria e Innovazione a quelle di Realty ricevute dagli azionisti di Industria e Innovazione per effetto del Rapporto di Cambio.

Ad esito della Fusione, nessuno dei soci di Industria e Innovazione eserciterà singolarmente il controllo sulla Società Incorporante ai sensi dell'art. 2359 del codice civile e dell'art. 93 del TUF.

La partecipazione che Industria e Innovazione avrà in Realty ad esito dell'Offerta sarà pari al 60,34% del capitale, mentre la partecipazione che i soci di Industria e Innovazione, per effetto del rapporto di cambio, deterranno direttamente in Realty *post* Fusione è pari complessivamente al 58,13%.

In questo contesto, il perfezionamento della Fusione, pur determinando il formale trasferimento da Industria e Innovazione ai suoi soci, legati dal Patto Parasociale, di una partecipazione superiore al 30% nel capitale sociale di Realty, non comporterà obblighi di OPA in capo agli attuali azionisti di Industria e Innovazione. Troverà, infatti, applicazione l'esenzione di cui all'art. 49, comma 1, lett. c) del Regolamento Emittenti, ai sensi del quale l'acquisto di una partecipazione superiore al 30% non comporta

l'obbligo di offerta se la partecipazione è acquisita a seguito di trasferimento fra (a) una società e (b) soggetti che dispongono, anche congiuntamente, della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea di tale società.

A fini di maggior chiarezza, la seguente tabella indica la composizione azionaria nel capitale sociale della Società Incorporante post Fusione degli aderenti al Patto Parasociale, sulla base del Rapporto di Cambio pari a 333 azioni Realty ogni 1.000 azioni Industria e Innovazione.

<i>Azionista</i>	<i>Azioni pre Fusione (vn Euro 1,00)</i>	<i>Percentuale sul capitale sociale pre Fusione</i>	<i>Azioni post Fusione</i>	<i>Percentuale sul capitale sociale post Fusione</i>
Argo Finanziaria S.p.A.	5.000.000	12,22%	1.665.000	7,11%
MPS Investments S.p.A.	5.000.000	12,22%	1.665.000	7,11%
Rodrigue S.A.	5.000.000	12,22%	1.665.000	7,11%
Allianz S.p.A.	3.500.000	8,56%	1.165.500	4,97%
Sabbia del Brenta S.r.l.	3.000.000	7,33%	999.000	4,26%
Allegro S.A.R.L.	2.000.000	4,89%	666.000	2,84%
Giorgione Immobiliare S.r.l.	2.000.000	4,89%	666.000	2,84%
Nelke S.r.l.	2.000.000	4,89%	666.000	2,84%
Milano Assicurazioni S.p.A.	1.600.000	3,91%	532.800	2,27%
Fondiarìa-SAI S.p.A.	1.600.000	3,91%	532.800	2,27%
Beatrice Colleoni	1.500.000	3,67%	499.500	2,13%
Financiere Phone 1690 S.A.	1.500.000	3,67%	499.500	2,13%
Finanziaria di Partecipazioni e Investimenti S.p.A.	1.500.000	3,67%	499.500	2,13%
Lowlands Comercio International e servicos LDA	1.500.000	3,67%	499.500	2,13%
Muscade Comercio International SDA	1.500.000	3,67%	499.500	2,13%
Emanuele Rossini	1.000.000	2,44%	333.000	1,42%
Vittorio Caporale	800.000	1,96%	266.400	1,14%
Bunford Dominic	500.000	1,22%	166.500	0,71%
Silvana Mattei	400.000	0,98%	133.200	0,57%
<b>Totale</b>	<b>40.900.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>13.619.700</b>	<b>58,13%</b>
<b>Altri azionisti Realty</b>			<b>9.809.126</b>	<b>41,87%</b>
<b>Totale post Fusione</b>			<b>23.428.826</b>	<b>100,00%</b>

## **8. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN ORDINE ALLA EVENTUALE RICORRENZA DEL DIRITTO DI RECESSO**

Per effetto della Fusione la Società Incorporante manterrà l'attuale oggetto sociale di Realty. Pertanto, agli azionisti di Industria e Innovazione che non concorreranno alla deliberazione di approvazione del Progetto di Fusione e non intenderanno partecipare al concambio spetterebbe il diritto di recesso, in conseguenza di una modifica dell'oggetto sociale che consente un cambiamento significativo dell'attività di Industria e Innovazione (art. 2437, comma 1, lett. a) del codice civile).

Tuttavia, il Comitato direttivo del Patto Parasociale ha comunicato di aver approvato l'operazione con delibera che vincola tutti i soci al voto favorevole nell'assemblea convocata per approvare il Progetto di Fusione.

## **9. TRATTAMENTO EVENTUALMENTE RISERVATO A PARTICOLARI CATEGORIE DI SOCI O AI POSSESSORI DI TITOLI DIVERSI DALLE AZIONI E VANTAGGI PARTICOLARI EVENTUALMENTE PROPOSTI AGLI AMMINISTRATORI**

Non esistono particolari categorie di soci o possessori di titoli diversi dalle azioni.

Non sono previsti particolari vantaggi per gli amministratori delle Società Partecipanti.

## **10. INDICAZIONE DELLE RISORSE FINANZIARIE PREVISTE PER IL SODDISFACIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE**

### **10.1 Premessa**

Come si evince dalla descrizione del Progetto di Integrazione riportata nel Paragrafo 1.4, per effetto della Fusione, il patrimonio di Realty concorrerà in maniera determinante con quello di Industria e Innovazione a costituire garanzia generica e/o fonte di rimborso dei debiti contratti dalla Società nell'ambito dell'Offerta, integrandosi pertanto la fattispecie di cui all'art. 2501-*bis* del codice civile (*fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*).

Pertanto, in ottemperanza di quanto disposto dall'articolo 2501-*bis* del codice civile, la presente Relazione, oltre ad indicare le ragioni che giustificano l'operazione, e la descrizione degli obiettivi che le Società Partecipanti intendono raggiungere, illustra di seguito il piano economico e finanziario *post* Fusione predisposto dal Consiglio di Amministrazione di Realty (di seguito anche il "Piano Economico-Finanziario" o il "Business Plan") e riporta l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie necessarie al soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla Fusione.

Il Piano Economico-Finanziario è stato redatto in forma consolidata, per i periodi che vanno dall'1 luglio 2009 al 31 dicembre 2013.

Per il Gruppo Realty sono stati predisposti dei prospetti contabili *pro-forma* partendo dal Bilancio Semestrale Abbreviato, incluso nella Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2009 del Gruppo Realty, ed applicando le rettifiche *pro-forma* necessarie a riflettere retroattivamente alla suddetta data gli effetti economici, patrimoniali e finanziari derivanti dalla Cessione Adriatica Turistica e dalla Cessione Vailog.

La situazione patrimoniale ed economica di Industria e Innovazione al 30 giugno 2009 approvata dal Consiglio di Amministrazione del 28 settembre 2009 ed oggetto di revisione contabile limitata da parte di Reconta Ernst & Young è stata predisposta secondo i principi contabili nazionali. Al fine della predisposizione di una situazione patrimoniale economica e finanziaria della Realty *post* Fusione, quindi dell'utilizzo di principi contabili omogenei tra le due società facenti parte dell'operazione, sono state apportate alla stessa le principali rettifiche IAS-IFRS.

A partire dalle suddette situazioni, è stata quindi predisposta la situazione patrimoniale economica e finanziaria *post* Fusione della *Combined Entity*, retrodatando al 30 giugno 2009 gli effetti dell'Offerta e della successiva Fusione tra le Società Partecipanti, assumendo l'ipotesi di una percentuale di possesso di Realty da parte di Industria e Innovazione *post* Offerta pari al 90%, tenendo altresì conto degli oneri accessori alle operazione indicate. Essendo l'Offerta non finalizzata al *delisting*, Industria e Innovazione aveva indicato, come precisato nel Paragrafo 1.4.1 della presente Relazione che, nel caso in cui le adesioni avessero portato la stessa a detenere una percentuale superiore al 90% nel capitale sociale di Realty, avrebbe proceduto al ripristino di un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

## **10.2 Struttura Attuale dell'indebitamento di Industria e Innovazione**

Alla data del 30 giugno 2009, la situazione patrimoniale di Industria e Innovazione presenta una posizione finanziaria netta complessivamente negativa per Euro 23,2 milioni, pari al saldo tra:

- a) disponibilità liquide per Euro 6,8 milioni;
- b) un debito di Euro 29,9 milioni nei confronti di Alerion.

Il debito nei confronti di Alerion ("Finanziamento Alerion") si riferisce al saldo prezzo da corrispondere a fronte dell'acquisto, avvenuto in data 6 dicembre 2008, delle partecipazioni in Realty, Reno De Medici, Mediapason, Banca MB, Officine CST ed RCR, comprensivo degli interessi maturati al 30 giugno 2009 (pari a Euro 1,2 milioni). Il Finanziamento Alerion, che scade il 31 dicembre 2011, prevede

l'applicazione di un tasso di interesse fisso del 7,5% annuo, con capitalizzazione degli interessi maturati anno per anno ed è assistito da pegno sulle partecipazioni compravendute (ad eccezione della partecipazione in Reno De Medici e della quota parte della partecipazione detenuta in RCR derivante dalla conversione delle obbligazioni).

Gli accordi in essere con Alerion prevedono, inoltre:

- il rimborso parziale anticipato del Finanziamento Alerion, nel caso in cui Industria e Innovazione proceda alla dismissione delle partecipazioni compravendute prima del 31 dicembre 2011, per un importo pari all'80% dei proventi netti rivenienti dalle dismissioni;
- una clausola di integrazione del prezzo laddove Industria e Innovazione realizzi, entro il 31 dicembre 2010, plusvalenze derivanti dalla cessione delle partecipazioni compravendute. In particolare, Industria e Innovazione corrisponderà ad Alerion, rispettivamente, il 50% o il 30% delle plusvalenze nette, a seconda che queste siano realizzate entro il 31 dicembre 2009 ovvero entro il 31 dicembre 2010.

### **10.3 Struttura Attuale dell'Indebitamento di Realty**

La posizione finanziaria netta del Gruppo Realty al 30 giugno 2009, pro-formata per anticipare al 30 giugno 2009 gli effetti della Cessione Adriatica Turistica e della Cessione Vailog, è sintetizzabile come segue:

(dati in Euro migliaia)	<b>30.06.2009 Pro-forma</b>
<b>A. Liquidità</b>	<b>19.990</b>
Credito finanziario verso acquirente partecipazione in Vailog	6.100
Credito finanziario verso Vailog	1.586
<b>B. Crediti finanziari correnti</b>	<b>7.686</b>
<b>C. Debiti finanziari correnti</b>	<b>-</b>
<b>D. Posizione finanziaria corrente netta (A + B - C)</b>	<b>27.676</b>
Credito finanziario attualizzato verso acquirente Vailog	5.391
Credito finanziario verso acquirenti Adriatica Turistica	5.000
Strumenti derivati	5
Altri crediti finanziari non correnti	3.676
<b>E. Crediti finanziari non correnti</b>	<b>14.072</b>
Finanziamento Intesa (su area Magenta Boffalora)	16.555
Finanziamento Credito Artigiano (su Immobile di Arluno)	9.000
<b>F. Debiti finanziari non correnti</b>	<b>25.555</b>
<b>G. Posizione finanziaria non corrente netta (E - F)</b>	<b>(11.483)</b>
<b>Posizione finanziaria netta (D + G)</b>	<b>16.193</b>

Il saldo della voce “Liquidità” rappresenta le disponibilità liquide consolidate al 30 giugno 2009 (depurata di quelle riconducibili al Gruppo Vailog ed al Gruppo Adriatica Turistica), ed incrementata di quella riveniente dagli incassi derivanti dalle cessioni di Adriatica Turistica e Vailog, al netto dei rimborsi dei finanziamenti in scadenza ed in particolare:

*valori in euro/000*

Disponibilità liquide al 30 giugno 2009 deconsolidando Vailog e Adriatica Turistica		180
Caparra 22 luglio 2009	1.600	
Incasso al <i>closing</i> (30 settembre 2009)	20.899	
Incasso da cessione Adriatica Turistica		22.499
Caparra 28 settembre 2009	2.500	
Incasso al <i>closing</i> (30 novembre 2009)	7.000	
Rimborso debito per C/C di corrispondenza Vailog	(2.645)	
Incasso da cessione Vailog		6.855
Rimborso finanziamento Unicredit		(9.544)
<b>TOTALE</b>		<b>19.990</b>

I crediti finanziari, correnti e non correnti, includono le partite originate dalla Cessione Vailog e dalla Cessione Adriatica Turistica così articolate:

- credito verso Parval (originatosi dalla Cessione Vailog) per Euro 6,1 milioni da corrisondersi in contanti il 30 marzo 2010;
- credito verso Parval (originatosi dalla Cessione Vailog) iscritto per il valore attualizzato pari a Euro 5,4 milioni (corrispondenti a nominali di Euro 6,0 milioni) da corrisondersi in contanti il 30 settembre 2012, assistito da garanzia bancaria a prima domanda;
- credito fruttifero verso Piovesana Holding (originatosi dalla Cessione Adriatica Turistica) per Euro 5,0 milioni da corrisondersi entro il 30 giugno 2012, assistito da garanzia bancaria a prima domanda.

Il credito finanziario verso Vailog (pari a Euro 1,6 milioni) si riferisce al credito residuo vantato da RED.IM S.r.l., società controllata al 100% da Realty (“RED.IM”), relativamente alla cessione di terreni rientranti nell’iniziativa di riqualificazione delle aree di proprietà in Magenta (MI).

Il finanziamento che RED.IM ha in essere con Intesa Sanpaolo (“Finanziamento INTESA”), e che residua per un valore nominale di Euro 16,8 milioni, è iscritto nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* con il metodo del costo ammortizzato per un valore pari a Euro 16,6 milioni ed è assistito da ipoteche di primo e secondo grado sulle aree e fabbricati di proprietà in Magenta (MI).

Il Finanziamento Credito Artigiano iscritto per Euro 9,0 milioni, ricordiamo è correlato all’Immobile di Arluno. Ricordiamo (come specificato al Paragrafo 2 della presente Relazione) che nell’ambito degli accordi della Cessione Vailog, Realty si è impegnata all’acquisto dell’immobile stesso entro il 30 marzo 2010 pertanto, lo stesso resta di fatto escluso dal perimetro della Cessione Vailog e - anche ai sensi dello IAS 18 - ai fini della redazione della Situazione Patrimoniale *pro-forma*, come nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2009 che sarà redatto, tale *asset* (ed il relativo debito) non risultano deconsolidati.

La scadenza del Finanziamento Credito Artigiano è il 21 ottobre 2011 e sull’Immobile di Arluno è iscritta un’ipoteca di Euro 16,2 milioni.

#### **10.4 Struttura dell’indebitamento finanziario di Realty *post* Fusione**

Di seguito viene illustrata la posizione finanziaria netta *pro-forma* al 30 giugno 2009 della *Combined Entity*, redatta – come anticipato – assumendo, a seguito dell’Offerta, il raggiungimento da parte di Industria e Innovazione di una partecipazione in Realty pari al 90% (i.e. al 100%, con ricostituzione del flottante). Si tratta, pertanto, dell’ipotesi finanziariamente più impegnativa in quanto prevede la contabilizzazione del massimo indebitamento possibile conseguente al pagamento dell’Offerta.

(dati in Euro migliaia)	<i>Realty Vailog Pro-forma consolidato</i>	INDI	Effetti dell'OPA	<i>Combined Entity Pro-forma consolidato</i>
<b>A. Liquidità</b>	<b>19.990</b>	<b>6.760</b>	<b>3.138</b>	<b>29.888</b>
Credito finanziario verso acquirente partecipazione in Vailog	6.100			6.100
Credito finanziario verso Vailog	1.586			1.586
<b>B. Crediti finanziari correnti</b>	<b>7.686</b>	-	-	<b>7.686</b>
<b>C. Debiti finanziari correnti</b>	-	-	-	-
<b>D. Posizione finanziaria corrente netta (A + B - C)</b>	<b>27.676</b>	<b>6.760</b>	<b>3.138</b>	<b>37.574</b>
<b>E. Crediti finanziari non correnti</b>	<b>14.072</b>	-	-	<b>14.072</b>
Finanziamento Intesa (su area Magenta Boffalora)	16.555			16.555
Finanziamento Credito Artigiano (su Immobile di Arluno)	9.000			9.000
Debito verso Alerion		29.924		29.924
Debito MPS per OPA			48.784	48.784
<b>F. Debiti finanziari non correnti</b>	<b>25.555</b>	<b>29.924</b>	<b>48.784</b>	<b>104.263</b>
<b>G. Posizione finanziaria non corrente netta (E - F)</b>	<b>(11.483)</b>	<b>(29.924)</b>	<b>(48.784)</b>	<b>(90.191)</b>
<b>Posizione finanziaria netta (D + G)</b>	<b>16.193</b>	<b>(23.164)</b>	<b>(45.646)</b>	<b>(52.617)</b>

Le posizioni finanziarie nette delle Società Partecipanti sono descritte nei Paragrafi 10.2 e 10.3; relativamente invece agli effetti dell'Offerta sull'indebitamento la situazione qui ipotizzata, prevede:

- L'utilizzo totale dell'affidamento concesso in relazione al Finanziamento MPS per il massimo pari a Euro 50 milioni, impiegati per pagare l'acquisto del 100% delle azioni oggetto dell'Offerta (pari a Euro 46,6 milioni);
- Il ricollocamento del 10% delle azioni sul mercato per la ricostituzione del flottante ad un prezzo pari a quello dell'Offerta (con contestuale incasso di Euro 6,2 milioni);
- Il pagamento di tutti gli stimati oneri correlati all'operazione pari complessivamente a Euro 6,4 milioni; quanto a Euro 5,2 milioni risultano contabilizzati a diretto incremento del valore della partecipazione, e quanto a Euro 1,2 milioni secondo il metodo del costo ammortizzato (ovvero a diretta diminuzione del finanziamento stesso);
- La contabilizzazione delle *up-front fee* sul Finanziamento MPS (Euro 1,2 milioni) secondo il metodo del costo ammortizzato come sopra specificato.

Le condizioni essenziali del Finanziamento MPS sono riportate di seguito:

Importo massimo:	Euro 50 milioni;
Durata:	18 mesi meno un giorno;
Tasso di interesse:	linea per firma: 150 basis points p.a.;
	linea per cassa: Euribor 6 m + 190 basis points p.a.
<i>Covenants</i> :	mantenimento della posizione finanziaria netta entro limiti prestabiliti;
Garanzia:	pegno sulle azioni acquistate in Offerta.

Ad esito delle adesioni all'Offerta ed assumendo l'integrale copertura degli impegni conseguenti all'OPA tramite il Finanziamento MPS, questo risulterebbe utilizzato per complessivi circa Euro 22,1 milioni, mentre - lasciando inalterate tutte le altre ipotesi di cui sopra - la posizione finanziaria netta *pro-forma* al 30 giugno 2009 della *Combined Entity* risulterebbe pari a Euro 34,3 milioni.

#### **10.5 Il Piano Economico-Finanziario 2009-2013 della *Combined Entity***

Gli amministratori di Realty e di Industria e Innovazione hanno definito un piano di integrazione che prevede, facendo leva sulla dismissione di una serie di *asset* di proprietà non più strategici, la progressiva focalizzazione del *business* nel settore delle energie rinnovabili.

Nell'ambito di tale piano e con riferimento al periodo dal 1° luglio 2009 fino al 31 dicembre 2013, si è pertanto proceduto a:

- condurre una ricognizione delle attività attualmente facenti capo alla *Combined Entity* atta ad individuare le strategie di valorizzazione ottimali nell'ambito del nuovo contesto derivante dal piano di integrazione, i presumibili valori di realizzo e le relative tempistiche attese, tenendo peraltro conto del quadro macroeconomico e dell'attuale fase del ciclo immobiliare, così da definire un piano di dismissioni che sono state distinte in: (i) programmate, in quanto attività destinate alla vendita indipendentemente dal piano di integrazione (perché già qualificate come tali in relazione all'ordinaria conduzione degli affari o perché, comunque, *non core*) e (ii) non programmate, in quanto destinate alla vendita nell'ambito delle compatibilità finanziarie derivanti dal piano di integrazione;
- definire il piano di investimenti connessi al *business* nel settore delle energie rinnovabili, per i quali si segnala che, stante il grado di incertezza che usualmente caratterizza l'elaborazione di previsioni in nuove aree di attività *capital-intensive* a contenuto tecnologico relativamente elevato, i ritorni attesi su tali investimenti sono stati prudenzialmente ipotizzati nel 2013 e comunque sostanzialmente ininfluenti ai fini della copertura dei fabbisogni derivanti dal piano di integrazione;
- individuare i fabbisogni operativi netti connessi ai costi associati al piano di dismissioni e ai costi di struttura della *Combined Entity*.

Il saldo derivante, periodo per periodo, tra le fonti originate dalle dismissioni e gli impieghi connessi al piano di investimenti ed agli altri fabbisogni operativi è stato quindi posto a confronto con gli impegni connessi all'indebitamento finanziario della *Combined Entity* che – come già anticipato – è riferito allo scenario di massimo indebitamento in capo alla stessa atteso in conseguenza dei risultati dell'Offerta.

### 10.5.1 Criteri di redazione del Piano EconomicoFinanziario

La situazione patrimoniale economico finanziaria *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 e le proiezioni economico finanziarie per il periodo 2009-2013 sono state elaborate secondo principi e criteri contabili omogenei a quelli utilizzati da Realty per la predisposizione del bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2009 e della situazione patrimoniale di Fusione alla stessa data (*International Financial Reporting Standards* o "IFRS" omologati dalla Commissione Europea al 30 giugno 2009), ai quali si rimanda per un'esposizione dettagliata di tali principi e criteri.

In particolare si segnala che nel Piano Economico-Finanziario gli effetti patrimoniali della Fusione, attuata nelle modalità della cd. fusione inversa e contabilizzata come una fusione diretta, sono stati contabilizzati in ossequio al principio IFRS 3, che impone l'applicazione, quale metodo contabile per tutte le aggregazioni aziendali, del metodo del costo (o "*purchase method*").

Sulla base di tale metodologia, al momento della fusione, il valore contabile della partecipazione Realty detenuta da Industria e Innovazione è eliminato in contropartita della corrispondente quota spettante di Patrimonio netto consolidato *pro-forma* Realty al 30 giugno 2009. Inoltre è stata assunta l'ipotesi che, sempre al momento della Fusione, l'acquisto residuo 10% delle azioni Realty in mano ai terzi sia contabilizzato in maniera da non evidenziare alcuna differenza tra il costo di acquisto della partecipazione in Realty e la corrispondente quota del patrimonio netto della stessa.

In particolare nella Fusione si ottiene la seguente situazione:

90% Patrimonio Netto contabile Realty <i>Pro-forma</i>	74.184
Valore di carico delle azioni Realty in INDI	69.038
<b>Differenza da fusione</b>	<b>5.146</b>

Tale differenza ("*negative goodwill*") è stata contabilizzata quale provento nel conto economico.

Il Patrimonio Netto contabile consolidato di Realty *pro-forma* è così ottenuto:

Patrimonio Netto consolidato "storico" Realty	87.324
Plusvalenza da cessione Adriatica Turistica (*)	1.926
Minusvalenza da cessione Vailog(*)	(6.824)
<b>Patrimonio Netto Proforma al 30 giugno 2009</b>	<b>82.426</b>
<b>90%</b>	<b>74.184</b>

(\*) al netto di oneri accessori ed effetti fiscali

Il valore di carico della partecipazione è così dettagliabile:

	Valore contabile valori in euro/000	% partecipazione	numero azioni
Partecipazione di INDI in Realty Ante Opa	23.392	24,65%	6.097.387
Azioni acquisite in OPA	40.405	65,35%	16.161.845
Oneri accessori all'operazione	5.241	n/a	n/a
<b>Totale</b>	<b>69.038</b>	<b>90%</b>	<b>22.259.232</b>

I costi direttamente attribuibili all'acquisto della partecipazione in Realty sono stati portati ad incremento del valore della partecipazione e pertanto, *post* Fusione, esposti all'interno della differenza da Fusione di cui sopra.

Le *up front fee* sul finanziamento, invece, ai sensi dello IAS 39 sono state contabilizzate con il metodo del costo ammortizzato a diretta diminuzione dello stesso.

La situazione patrimoniale della *Combined Entity pro-forma* al 30 giugno 2009 risulta quindi essere la seguente:

<b>SITUAZIONE PATRIMONIALE FINANZIARIA RICLASSIFICATA</b> (dati in Euro migliaia)	<b>PRO-FORMA 30 GIUGNO 2009 COMBINED ENTITY</b>
PATRIMONIO IMMOBILIARE (Ex Realty)	68.359
PARTECIPAZIONI (Ex INDI)	37.758
PROGETTI ENERGIA RINNOVABILE	-
ALTRE ATTIVITA' PASSIVITA'	(2.246)
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>103.871</b>
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>(52.617)</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>51.254</b>

Di seguito si riporta il Piano Economico-Finanziario, nei suoi schemi sintetici di Conto Economico e di Stato Patrimoniale:

<b>CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO</b> (dati in Euro migliaia)	<b>Realty Pro-forma</b>	<b>INDI IAS Pro-forma</b>	<b>OPA</b>	<b>Oneri accessori all'operazione SILVERSTONE</b>	<b>FUSIONE</b>	<b>PRO-FORMA 30 GIUGNO 2009 COMBINED ENTITY</b>	<b>31/12/2009 secondo semestre</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>
<b>Ricavi Totali</b>	(168)	-			5.146	4.978	1.580	5.461	13.464	20.977	14.900
<b>Margine Operativo Lordo (EBITDA)</b>	(1.415)	(489)			5.146	3.242	(2.299)	(1.968)	(504)	3.437	4.427
<b>Risultato Operativo (EBIT)</b>	(1.419)	(489)			5.146	3.238	(2.299)	(2.002)	(1.763)	629	1.619
Proventi / (oneri) finanziari netti	(761)	(995)			-	(1.756)	(1.272)	(5.057)	(4.882)	(2.108)	(1.434)
Proventi / (oneri) da partecipazioni	(3.113)	(21)			-	(3.134)	-	-	35.500	-	-
Imposte	416	-			-	416	(938)	-	1.564	-	(167)
<b>Utile (perdita) del periodo</b>	<b>(4.878)</b>	<b>(1.505)</b>	-	-	5.146	(1.237)	(4.508)	(7.058)	30.419	(1.480)	18

<b>SITUAZIONE PATRIMONIALE FINANZIARIA RICLASSIFICATA</b> (dati in Euro migliaia)	<b>Realty Pro-forma</b>	<b>INDI IAS Pro-forma</b>	<b>OPA</b>	<b>Oneri accessori all'operazione SILVERSTONE</b>	<b>FUSIONE</b>	<b>PRO-FORMA 30 GIUGNO 2009 COMBINED ENTITY</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>
PATRIMONIO IMMOBILIARE (Ex Realty)	68.359	-	-	-	-	68.359	69.887	69.137	9.052	2.802	2.802
PARTECIPAZIONI (Ex INDI)	-	61.150	40.405	5.241	(69.038)	37.758	37.758	36.254	27.630	27.630	27.630
PROGETTI ENERGIA RINNOVABILE	-	-	-	-	-	-	350	18.466	44.082	45.099	42.291
ALTRE ATTIVITA' PASSIVITA'	(2.125)	(121)	-	-	-	(2.246)	(3.172)	(7.551)	5.991	9.325	9.061
<b>CAPITALE INVESTITO NETTO</b>	<b>66.234</b>	<b>61.029</b>	<b>40.405</b>	<b>5.241</b>	<b>(69.038)</b>	<b>103.871</b>	<b>104.824</b>	<b>116.306</b>	<b>86.755</b>	<b>84.856</b>	<b>81.784</b>
<b>Posizione finanziaria netta</b>	<b>16.193</b>	<b>(23.164)</b>	<b>(40.405)</b>	<b>(5.241)</b>	<b>-</b>	<b>(52.617)</b>	<b>(58.079)</b>	<b>(76.620)</b>	<b>(16.649)</b>	<b>(16.230)</b>	<b>(13.140)</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>82.426</b>	<b>37.865</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(69.038)</b>	<b>51.254</b>	<b>46.745</b>	<b>39.686</b>	<b>70.106</b>	<b>68.626</b>	<b>68.644</b>

## **10.5.2 Ipotesi e descrizione dei risultati del *Business Plan***

Come meglio precedentemente specificato, il Piano Economico-Finanziario è stato predisposto secondo una logica “*post Fusione*”, simulando una percentuale di possesso *post* Offerta di Realty da parte di Industria e Innovazione pari al 90% (i.e. al 100% con ricostituzione del flottante).

Relativamente alla posizione finanziaria netta che recepisce l’effettiva percentuale di possesso *post* Offerta di Realty da parte di Industria e Innovazione si veda quanto espresso al Paragrafo 10.4 “Struttura dell’indebitamento finanziario di Realty *post* Fusione”

Il *management* ha individuato una serie di cessioni di *asset* che saranno oggetto del programma di dismissioni. Di seguito se ne fornisce indicazione descrivendone essenzialmente la consistenza, le principali ipotesi effettuate su modalità e tempistiche di realizzo, suddividendo le cessioni programmate da quelle non programmate ma ritenute realisticamente possibili ai fini delle compatibilità finanziarie del Piano Economico-Finanziario, all’interno di una ulteriore suddivisione tra *asset* attualmente di proprietà di Realty e quelli attualmente di proprietà di Industria e Innovazione.

Ai fini dell’analisi delle ipotesi assunte, si rammenta nuovamente che il Piano Economico-Finanziario è sviluppato sulla base di uno scenario che assume il massimo indebitamento finanziario conseguente all’acquisto di azioni Realty da parte di Industria e Innovazione in sede di Offerta. A fronte del livello di adesioni all’Offerta più contenuto, all’atto del pagamento delle azioni apportate in Offerta si registrerà, un livello di indebitamento finanziario proporzionalmente ridotto e descritto al Paragrafo 10.4 “Struttura dell’indebitamento finanziario di Realty *post* Fusione” che permetterà la tenuta del Piano Economico-Finanziario, anche a fronte di un piano di dismissioni realizzato su livelli più contenuti, a partire dalle cessioni non programmate.

### **10.5.2.1 Il programma di dismissioni**

Nell’ambito del *Business Plan*, sono previste cessioni di *asset* (oltre a quelle già comunicate al mercato e riguardanti Vailog e Adriatica Turistica) per complessivi Euro 112 milioni circa lungo tutto l’arco del periodo di previsione, di cui circa Euro 106 milioni relativi a cessioni programmate.

#### **Cessioni programmate di Realty:**

##### **a) Proprietà San Cugat**

La Proprietà San Cugat consta di tre fabbricati residenziali di 4 piani cadauno, per complessivi circa 3.150 mq di superficie utile suddivisi in 30 appartamenti, a San Cugat del Vallès, nelle vicinanze di Barcellona, nella nuova zona residenziale denominata La Guinardera. Gli appartamenti sono stati ultimati e

consegnati nel mese di ottobre 2009. Le ipotesi assunte nel Piano Economico-Finanziario sono quelle di una vendita frazionata dell'intera proprietà nell'orizzonte temporale 2010 – 2012.

Il valore di iscrizione nella situazione patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 della Proprietà San Cugat è di Euro 13,9 milioni.

b) Partecipazione in 400 Fifth Avenue

Realty Vailog detiene il 19,9% del capitale di 400 Fifth Avenue che – tramite controllate al 100% - sta sviluppando al 400 Fifth Avenue di New York, Manhattan, un grattacielo di 57 piani, per una superficie pari a circa 560.000 piedi quadrati (ca. 52.000 mq). I lavori, avviati nel corso di febbraio 2008, hanno raggiunto lo stato di completamento della struttura fino al tetto e si prevede vengano ultimati entro il 2010. La commercializzazione a favore di clientela *retail* è iniziata nel mese di settembre 2008; attualmente sono stati raggiunti accordi preliminari per la cessione della porzione alberghiera dell'immobile (che sarà gestita dall'operatore statunitense SETAI), nonché di porzioni a destinazione residenziale, complessivamente pari a circa il 65% delle vendite attese.

Il Piano Economico-Finanziario prevede la cessione nel 2011 dell'intera partecipazione detenuta, iscritta nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 per un importo di circa Euro 20,0 milioni.

c) Proprietà Magenta Boffalora

La Proprietà Magenta Boffalora consta di aree e fabbricati ubicati nella zona a ponente del territorio del comune di Magenta e, in misura minore, nel contiguo territorio del comune di Boffalora Sopra Ticino per complessivi 333.000 mq di superficie territoriale.

La proprietà si inserisce in un contesto immobiliare di tipo misto che risulta strategico in considerazione della sua vicinanza all'asse autostradale ed alla parallela linea ferroviaria ad alta velocità Torino-Milano, agilmente integrato, grazie ad un sistema viabilistico di recente realizzazione, al nuovo polo fieristico milanese situato nell'area Rho–Pero, all'Aeroporto di Milano Malpensa e, in generale, all'area sud-occidentale della Grande Milano.

Nel suo complesso la Proprietà Magenta-Boffalora comprende principalmente i seguenti beni:

- terreni a destinazione industriale e fabbricati siti nel comune di Magenta (MI) per una superficie complessiva di circa 134.000 mq circa;
- terreni a destinazione agricola siti nel comune di Magenta (MI), per una superficie complessiva di circa 199.000 mq.

Allo stato attuale proseguono le attività di messa a punto del progetto urbanistico, nell'ambito della definizione del Programma Integrato di Intervento presentato al Comune di Magenta nel 2006 e oggetto di successive evoluzioni, che ha l'obiettivo di ottenere le necessarie autorizzazioni per l'edificabilità di circa 170.000 mq di s.l.p. (inclusi 45.000 mq già autorizzati e ceduti nel corso del 2007).

Il progetto di riqualificazione dell'area si articola in un *mix* funzionale che accosta aree residenziali a spazi a destinazione commerciale, terziaria e ricettiva, a luoghi di interesse storico-culturale, integrando e rivitalizzando il circostante borgo di Pontenuovo di Magenta.

Si segnala che il Piano di Governo del Territorio ("PGT"), adottato dal Consiglio Comunale nel mese di novembre 2009, contempla, per le aree in oggetto, una destinazione complessivamente non contrastante con gli obiettivi generali del Programma Integrato di Intervento.

Il Piano Economico-Finanziario prevede la cessione in blocco delle volumetrie urbanizzate nel 2011, con un tempistica di incasso pluriennale, e con contestuale rimborso del Finanziamento INTESA (o accollo dello stesso da parte dell'acquirente).

Il valore di iscrizione nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 della Proprietà Magenta Boffalora è di Euro 21,0 milioni.

#### d) Immobile di Arluno

Si tratta di un immobile ad uso commerciale sito nel Comune di Arluno (MI) di 29.000 mq affittato a Geodis Immobiliare Logistica sulla base di un contratto di affitto con scadenza nel 31 dicembre 2011.

L'ipotesi del piano è quella di effettuare la cessione nel 2011, previo rinnovo del contratto di locazione (o rilocazione dell'immobile), e con contestuale rimborso del Finanziamento Credito Artigiano di Euro 9,0 milioni gravante sull'immobile.

Il valore di iscrizione dell'Immobile di Arluno nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 è di Euro 12,5 milioni.

### **Cessioni programmate di Industria e Innovazione:**

#### a) Partecipazione in Officine CST

Officine CST è una società attiva nel settore della gestione di portafogli di crediti bancari; in particolare collabora con primarie banche internazionali e nazionali nella realizzazione di servizi legati ad operazioni finanziarie.

Il Piano Economico-Finanziario contempla la cessione a terzi della partecipazione detenuta da Industria e Innovazione, pari al 10% nel capitale sociale in Officine CST, nel corso del 2010 ed il contestuale rimborso anticipato parziale del Finanziamento Alerion.

Il valore di iscrizione della partecipazione nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 è di Euro 1,5 milioni.

b) Partecipazione in Banca MB

Banca MB è, come precedentemente segnalato, una banca d'investimento - attiva in tre aree strategiche d'affari: *Capital Market, Investment Banking e Wealth Management* – attualmente posta in amministrazione straordinaria da Banca d'Italia per presunte irregolarità nelle procedure di gestione. Banca MB, peraltro, prosegue regolarmente la sua attività sotto la conduzione da parte di organi straordinari che operano con la supervisione di Banca d'Italia, tenuto altresì conto che, in base alle informazioni attualmente disponibili, la qualità degli attivi della banca non è oggetto di particolari perplessità.

E' ipotizzata la cessione a terzi della partecipazione detenuta da Industria e Innovazione, pari al 3,57% del capitale sociale di Banca MB, nel corso del 2011, contestualmente alla scadenza del Finanziamento Alerion.

Il valore di iscrizione della partecipazione nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 è di Euro 4,1 milioni.

**Cessioni non programmate ma ipotizzate nell'ambito delle compatibilità finanziarie derivanti dal piano di integrazione**

a) Partecipazione in Mediapason

Mediapason è il principale emittente televisivo locale in Italia e tra i primi cinque operatori nazionali. Mediapason controlla al 100% le emittenti televisive Telelombardia, Antenna 3, Canale 6 e Videogruppo.

Il Piano Economico-Finanziario prevede la cessione del 50% della partecipazione nel 2011 in virtù delle esigenze di cassa per il rimborso dell'indebitamento della *Combined Entity*.

Il valore di iscrizione dell'intera partecipazione nella Situazione Patrimoniale *pro-forma* della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 è di Euro 9,0 milioni.

### 10.5.2.2 Ipotesi relative ai progetti di energia rinnovabile

Nel contesto di rifocalizzazione del *business* nel settore della generazione elettrica da fonti rinnovabili, Industria e Innovazione si sta concentrando su una serie di iniziative legate all'uso di biocarburanti innovativi ed al recupero energetico di scarti biologici o di scarti di lavorazione.

I progetti previsti dalla *Combined Entity*, attualmente in fase di studio da parte di Industria e Innovazione, descritti con maggiore dettaglio al Paragrafo 1.3.1. riguardano:

- a) **Progetto Pirolisi:** generazione di energia elettrica da biomasse solide mediante l'impiego di una tecnologia innovativa per l'Europa, che consente la trasformazione della biomassa in un combustibile liquido (*olio di pirolisi*), utilizzato per la generazione di energia elettrica tramite un turbogeneratore a ciclo combinato.

Il *Business Plan* prevede che l'impianto entri in funzione nel corso dell'esercizio 2011, raggiungendo un regime di piena produttività nel 2012.

- b) **Essiccamento fanghi:** si tratta del recupero energetico di fanghi biologici provenienti da impianti di depurazione delle acque civili attualmente smaltiti dalle società di gestione/municipalizzate in discarica a costi rilevanti. Il progetto prevede la costruzione di impianti modulari (installati su *container*, montati *in situ*, evitando quindi lo spostamento dei fanghi) in grado di essiccare gli stessi riducendone in modo considerevole il volume. E' prevista inoltre la possibilità di integrare gli impianti con cogeneratori per la produzione di energia elettrica da immettere nella rete.

Considerato che gli accordi con le controparti sono in fase avanzata e che il progetto richiede tempi tecnici di realizzo piuttosto brevi, il *Business Plan* prevede che un impianto entri in funzione già a partire dal 2010 con un esercizio a regime di produttività nel 2011.

- c) **Progetto Recupero Energetico:** si tratta del recupero energetico di scarti biodegradabili da lavorazioni industriali aventi un potere calorifico elevato che, attualmente, non viene sfruttato; l'iniziativa consente inoltre di evitare il ricorso allo smaltimento in discarica con ulteriori risparmi di costo.

Il piano prevede lo sviluppo di 3 progetti con un investimento complessivo dal 2009 al 2012 di circa Euro 49 milioni dei quali circa Euro 35 milioni finanziati con il ricorso all'indebitamento (sotto forma di *Project Financing*) e Euro 14 milioni sotto forma di *equity*.

E' opportuno sottolineare che l'ammontare degli investimenti per i quali sono già stati sottoscritti impegni ammontano a USD 1,0 milioni e si riferiscono alla prima fase del Progetto Pirolisi. Tutti gli altri

investimenti, non erano ancora contrattualmente impegnati alla data della presentazione del *Business Plan* ma previsti in ottica temporale coerente con i tempi di realizzazione del Piano Economico-Finanziario.

### **10.5.2.3 Altre ipotesi del Piano Economico-Finanziario**

Il *Business Plan* registra ricavi da locazioni immobiliari (in linea con i relativi contratti in essere) con tempistiche coerenti con le cessioni sopra ipotizzate; sono inoltre previsti ricavi, ancorché per importi relativamente poco significativi, derivanti dalla prestazione da parte di Industria e Innovazione di servizi di consulenza di carattere tecnico-finanziario per l'ottimizzazione dei servizi energetici a favore di operatori industriali.

I costi di struttura sono stimati coerentemente con le necessità legate allo sviluppo del *business* ed alla dimensione della *Combined Entity*.

Nella determinazione dei costi operativi, è stata inclusa una posta per *contingencies* a fronte di rischi generici, al fine di mitigare l'impatto dell'effettiva concretizzazione degli obiettivi di *business* sui risultati del Piano Economico-Finanziario. Si segnala, inoltre, che il *management* dispone di un margine di manovra, potenzialmente sfruttabile allo scopo di fronteggiare situazioni sfavorevoli, costituito dalla possibilità di comprimere certe aree di costi.

I risultati della gestione finanziaria ed il carico fiscale risultano calcolati puntualmente sulla struttura di indebitamento dei vari anni risultante dalle ipotesi sopra descritte e dei risultati economici così conseguiti, alla luce della miglior stima possibile dell'andamento dei tassi di interesse variabile e delle aliquote fiscali dei diversi periodi.

Il Piano Economico-Finanziario presuppone l'assenza di eventi di *impairment* o di perdite di valore degli *asset*.

Relativamente alle partecipazioni valutate a *Equity*, in via semplificata, non sono stati simulati effetti a conto economico né di svalutazioni né di rivalutazioni. Prudenzialmente non è stato inoltre considerato alcun flusso di cassa da dividendi.

Si evidenzia che non è stato rappresentato alcun effetto contabile relativamente all'opzione di vendita concessa alla Borgo nell'ambito degli accordi di Cessione Vailog e descritti al Paragrafo 2 in quanto la stessa è esercitabile subordinatamente alla costruzione degli immobili a destinazione residenziale oggetto dell'opzione stessa da parte di Borgo.

### **10.5.3 Analisi dei risultati economici del Piano Economico-Finanziario**

In virtù delle tempistiche attese di realizzazione delle dismissioni pianificate, i margini realizzati dalla *Combined Entity* a fronte delle cessioni di attività sono essenzialmente concentrati nell'esercizio 2011,

mentre gli esercizi precedenti risentiranno: (i) degli oneri straordinari legati al perfezionamento del processo di integrazione fra Realty e Industria e Innovazione e (ii) dei costi di struttura che riflettono l'impegno necessario per portare gli *asset* destinati alla dismissione nelle condizioni di essere valorizzati nella massima misura possibile, dato il contesto strategico che si intende perseguire.

Si osserva, inoltre, che gli investimenti nel nuovo *core business*, che richiedono un tempo non trascurabile per l'entrata a regime, inizieranno a produrre i primi effetti in termini di marginalità operativa a partire dal penultimo anno di piano (2012).

Il *management* osserva pertanto che, nel corso dei prossimi anni dedicati alla rifocalizzazione del *business*, le performance della *Combined Entity* potranno essere valutate essenzialmente in termini di capacità di generazione di flussi di cassa e di riduzione del livello di indebitamento finanziario.

#### 10.5.4 Sostenibilità finanziaria

I dati del Piano Economico-Finanziario relativi alla generazione della cassa ed alla capacità della *Combined Entity* di sostenere il debito sono di seguito riportati:

Rendiconto finanziario *pro-forma*:

RENDICONTO FINANZIARIO (dati in Euro migliaia)	PRO-FORMA 30 GIUGNO 2009 COMBINED ENTITY	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
<b>Flusso di circolante della gestione corrente</b>		(2.276)	4.569	(7.098)	2.698	4.378
- disinvestimenti netti <i>asset</i>		(1.528)	2.254	104.209	6.250	-
+ investimenti in progetti energia		(385)	(20.307)	(32.258)	(6.421)	146
+/- proventi/(oneri) finanziari netti		(1.272)	(5.057)	(4.882)	(2.108)	(1.434)
<b>Variazione della posizione finanziaria netta</b>		(5.462)	(18.541)	59.971	419	3.090
<b>PFN all'inizio dell'anno</b>		(52.617)	(58.079)	(76.620)	(16.649)	(16.230)
<b>PFN alla fine dell'anno</b>	(52.617)	(58.079)	(76.620)	(16.649)	(16.230)	(13.140)

### Dettaglio della Posizione Finanziaria netta *pro-forma*

DETTAGLIO POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (dati in Euro migliaia)	PRO-FORMA 30 GIUGNO 2009 COMBINED ENTITY	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
<b>A. Liquidità</b>	<b>29.888</b>	<b>25.448</b>	<b>23.694</b>	<b>2.140</b>	<b>11.760</b>	<b>14.850</b>
Credito finanziario verso acquirente partecipazione in Vaillog	6.100	6.100	-	-	-	-
Crediti finanziari da cessioni				12.000	-	-
Credito finanziario verso Vaillog	1.586	1.586	-	-	-	-
<b>B. Crediti finanziari correnti</b>	<b>7.686</b>	<b>7.686</b>	<b>-</b>	<b>12.000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>C. Debiti finanziari correnti</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>5.000</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>D. Posizione finanziaria corrente netta (A + B - C)</b>	<b>37.574</b>	<b>33.134</b>	<b>23.694</b>	<b>9.140</b>	<b>11.760</b>	<b>14.850</b>
<b>E. Crediti finanziari non correnti</b>	<b>14.072</b>	<b>14.190</b>	<b>14.978</b>	<b>15.786</b>	<b>5.948</b>	<b>5.948</b>
Finanziamento Intesa (su area Magenta Boffalora)	16.555	16.604	16.702	-	-	-
Finanziamento Alerion	29.924	31.014	32.046	0	0	0
Finanziamento MPSC	48.784	48.784	49.595	10.000	-	-
Finanziamenti Progetti Energia Rinnovabile			7.950	31.575	33.938	33.938
Finanziamento Credito Artigiano (su Immobile di Arluno)	9.000	9.000	9.000	-	-	-
<b>F. Debiti finanziari non correnti</b>	<b>104.263</b>	<b>105.402</b>	<b>115.292</b>	<b>41.575</b>	<b>33.938</b>	<b>33.938</b>
<b>G. Posizione finanziaria non corrente netta (E - F)</b>	<b>(90.191)</b>	<b>(91.213)</b>	<b>(100.314)</b>	<b>(25.789)</b>	<b>(27.990)</b>	<b>(27.990)</b>
<b>Posizione finanziaria netta (D + G)</b>	<b>(52.617)</b>	<b>(58.079)</b>	<b>(76.620)</b>	<b>(16.649)</b>	<b>(16.230)</b>	<b>(13.140)</b>

Gli investimenti nel nuovo *core business* sono stati graduati in coerenza con le disponibilità finanziarie nello scenario di partecipazione *post OPA* al 90%; peraltro, in considerazioni delle effettive adesioni all'Offerta risultate di entità inferiore, (ricordiamo che è stato raggiunta una percentuale di partecipazione *post OPA* pari al 60,34%) gli stessi potranno essere realizzati con una diversa tempistica.

Il Piano Economico-Finanziario prevede flussi monetari prodotti dalla cessione delle partecipazioni e degli *asset* coerenti con le esigenze di rimborso delle quote capitale e degli interessi relativi ai debiti finanziari della *Combined Entity*.

Il 2011 è l'anno in cui si concentrano le scadenze degli indebitamenti che vengono rimborsati a fronte della cassa generata dalle cessioni di *asset*.

I flussi di cassa derivanti dalle cessioni degli *asset* e delle partecipazioni descritti nelle ipotesi ammontano complessivamente dal 2010 al 2012 a circa Euro 112 milioni. I debiti da rimborsare e le scadenze sono essenzialmente forniti al Paragrafo 10.2 "Struttura Attuale dell'Indebitamento di Industria e Innovazione", al Paragrafo 10.3 "Struttura Attuale dell'Indebitamento di Realty" e al Paragrafo 10.4 "Struttura dell'indebitamento di Realty *post Fusione*".

Come evidenziato sia dal Rendiconto Finanziario che dal dettaglio della Posizione Finanziaria Netta, le assunzioni poste alla base del Piano Economico-Finanziario consentono, periodo per periodo e tenuto conto degli altri fabbisogni operativi, il puntuale rimborso a scadenza dell'indebitamento esistente in capo alla *Combined Entity*.

### 10.5.5 Analisi di sensitività

Al fine di meglio analizzare il profilo di sostenibilità finanziaria del *Business Plan*, il *management* ha inoltre individuato uno scenario “*Worst Case*”, che – sostanzialmente ipotizzando un ulteriore peggioramento del contesto di mercato rispetto alla situazione attuale – assume una contrazione del 17% circa dei flussi di cassa complessivamente disponibili per far fronte al servizio del debito esistente in capo alla *Combined Entity* ed ai suoi fabbisogni operativi.

Anche in tale scenario, che quindi assume flussi derivanti dal programma di dismissioni per complessivi Euro 93 milioni (rispetto agli Euro 112 milioni del *Base Case*), la *Combined Entity* è in grado di far fronte agli impegni connessi all’indebitamento finanziario ed ai fabbisogni operativi attraverso interventi correttivi che consistono essenzialmente in: (i) risparmi nei costi per *contingencies* di cui al Paragrafo 10.5.2.3 “Altre ipotesi del Piano Economico-Finanziario” e (ii) ridefinizione delle tempistiche degli investimenti connessi al *business* nel settore delle energie rinnovabili, sostanzialmente ritardando di due anni gli investimenti per progetti nel settore energia ad oggi non impegnati.

Come anticipato, si rammenta, infine, che entrambi gli scenari precedentemente illustrati (*Base* e *Worst Case*) si riferiscono comunque all’ipotesi finanziariamente più impegnativa legata al raggiungimento - per effetto delle adesioni all’Offerta - di una partecipazione di Industria e Innovazione in Realty pari al 90% del capitale.

Dall’effettiva adesione all’Offerta (più contenuta rispetto a quella ipotizzata nel Piano Economico-Finanziario) deriva un livello di indebitamento finanziario netto della *Combined Entity* al 30 giugno 2009 apprezzabilmente inferiore rispetto a quello mostrato nel Piano Economico-Finanziario. Ciò consente un ampliamento delle flessibilità di piano che possono essere sfruttate dal *management* sia per accelerare la focalizzazione sul nuovo *core business* energetico, sia per valutare tempistiche di completamento del programma di dismissioni più ampie ed atte a cogliere condizioni di mercato potenzialmente più favorevoli.

### 10.5.6 Sostenibilità economico patrimoniale

I dati mostrano come il Patrimonio Netto della *Combined Entity* sia complessivamente crescente dal 2009 al 2013 a fronte dei risultati positivi da cessione degli *asset* principalmente concentrati nell'esercizio 2011 così come migliora il rapporto *Debt/Equity* (qui sotto definito sempre nell'ipotesi di indebitamento massimo).

INDICI FINANZIARI (dati in Euro migliaia)	PRO-FORMA 30 GIUGNO 2009 COMBINED ENTITY	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
Posizione finanziaria netta	(52.617)	(58.079)	(76.620)	(16.649)	(16.230)	(13.140)
Patrimonio netto	51.254	46.745	39.686	70.106	68.626	68.644
Rapporto Debt Equity	1,0	1,2	1,9	0,2	0,2	0,2

### 10.5.7 Rispetto dei covenants

I dati del Piano Economico-Finanziario consentono di trarre indicazioni positive in merito al rispetto dei *Financial Covenants* previsti negli accordi di finanziamento.

In particolare, nella situazione di maggior *stress* finanziario, è rispettato il *covenants* previsto per il Finanziamento MPS che prevede il mantenimento della posizione finanziaria netta entro livelli prestabiliti lungo tutto il periodo di proiezione.

L'unico altro *covenants* in essere tra i finanziamenti della *Combined Entity* è relativo al Finanziamento Intesa soggetto a un indice finanziario di controllo in base al quale il rapporto fra debito residuo in linea capitale della Tranche A (pari attualmente a Euro 12,8 milioni) e valore di mercato dei cespiti garantiti (Proprietà Magenta Boffalora) deve risultare non superiore all'80%. Tale indice, coerentemente con le aspettative di valore di realizzo, è ipotizzato essere rispettato lungo tutto il periodo di proiezione del *Business Plan*.

### 10.5.8 Fattori di rischio

In generale il Piano Economico-Finanziario, anche in virtù del prolungato arco temporale in cui si articola, dipende da ipotesi che scontano un significativo grado di incertezza. Per quanto il *management*, nell'elaborazione delle previsioni economiche e finanziarie, abbia avuto cura di operare in maniera diligente ed accurata, preferendo scenari realisticamente conservativi, è possibile che, a fronte di eventi imprevisti o non ragionevolmente prevedibili, i flussi realizzati dalla cessione delle attività, i fabbisogni effettivi e in generale i risultati effettivamente conseguiti nel periodo di piano si discostino anche sensibilmente dalle previsioni rappresentate.

In particolare, si segnala che:

- i risultati da conseguire in relazione al programma di dismissioni dipendono dall'andamento del mercato immobiliare, caratterizzato da una generale ciclicità, dalle incertezze tipicamente connesse ai settori *capital intensive* e, specificamente nell'attuale contesto macroeconomico, da una spiccata volatilità;
- le aspettative di valorizzazione della Proprietà Magenta Boffalora sono strettamente connesse all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni per la riqualificazione urbanistica delle aree con tempistiche coerenti con quelle di realizzo *dell'asset* nel *Business Plan*; qualora, per fattori esogeni (attualmente considerati dal *management* poco probabili) gli *iter* urbanistici non dovessero completarsi nei tempi previsti, la cessione degli *asset* (che pure potrebbe concretizzarsi in pendenza del completamento delle procedure urbanistiche) avverrebbe a valori nettamente divergenti da quelli assunti nella redazione del Piano Economico-Finanziario;
- in relazione al processo di focalizzazione del *business* della *Combined Entity* nel settore energetico, si segnala che il livello e la tempistica degli investimenti scontano una serie di incertezze di carattere tecnologico, normativo ed ambientale, per quanto – come segnalato – i risultati economico-finanziari derivanti da tali iniziative incidono in misura relativamente contenuta sul Piano Economico-Finanziario, iniziando a produrre i loro effetti essenzialmente a partire dal penultimo anno di piano (2012).

## 10.6 Conclusioni

Le ipotesi formulate così come le intenzioni strategiche e le connesse azioni realizzative, appaiono tra loro coerenti, anche per quanto riguarda le tempistiche di manifestazione, e ragionevolmente realizzabili: le assunzioni considerate e le conseguenti stime non sono inficiate e rese poco verosimili dalla presenza di rilevanti difficoltà nella prospettiva delle implementazioni delle operazioni necessarie o nel conseguimento dei risultati preventivati.

Parimenti ragionevole appare il profilo finanziario del Piano Economico-Finanziario: i flussi finanziari associati alla remunerazione dei finanziamenti in essere appaiono congrui.

Sui rimborsi delle quote capitale non vi è alcuna assunzione in quanto contrattualmente definiti e quindi, ai fini del Piano Economico-Finanziario, non sono soggetti a variazioni né con riguardo all'entità né con riguardo alla tempistica dell'esborso monetario.

Il giudizio di ragionevolezza espresso con riguardo ai flussi nel *Business Plan* induce a ritenere complessivamente sostenibile il debito della *Combined Entity*.

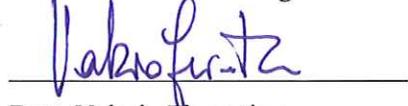
Per tutto quanto precede, è possibile concludere che la *Combined Entity* sarà in grado di generare sufficienti risorse finanziarie adempiendo alle obbligazioni attualmente in essere mantenendo nel contempo la capacità di porre in essere gli investimenti necessari per l'esercizio e lo sviluppo della propria attività.

\* \* \* \* \*

Milano, 22 dicembre 2009

Per il Consiglio di Amministrazione

L'Amministratore Delegato

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Valerio Fiorentino", is written over a horizontal line.

Dott. Valerio Fiorentino