



**Realty Vailog S.p.A.  
Industria e Innovazione S.p.A.**

**Relazione della società di revisione sul  
rapporto di cambio delle azioni ai sensi  
dell'art. 2501-*sexies* e 2501-*bis*,  
quarto comma, del Codice Civile**

KPMG S.p.A.  
22 dicembre 2009

☛ *Questa relazione è composta da 18 pagine*



KPMG S.p.A.  
Revisione e organizzazione contabile  
Via Vittor Pisani, 25  
20124 MILANO MI

Telefono +39 02 6763.1  
Telefax +39 02 67632445  
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it

## Relazione della società di revisione ai sensi degli articoli 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma, Codice Civile

Agli Azionisti di  
Realty Vailog S.p.A.

e di

Industria e Innovazione S.p.A.

### 1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Con decreto emesso in data 9 ottobre 2009, su istanza di nomina sottoscritta congiuntamente dalla Realty Vailog S.p.A. (nel seguito, "Realty") e dalla Industria e Innovazione S.p.A. (nel seguito "INDI") in data 30 settembre 2009, abbiamo ricevuto dal Tribunale di Milano l'incarico di redigere, in qualità di esperto comune designato ai sensi e per gli effetti degli articoli 2501-*sexies* e 2501-*bis*, quarto comma, Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Realty e quelle di INDI, fissato nell'ambito dell'operazione che prevede la fusione per incorporazione della INDI in Realty.

INDI e Realty hanno sottoscritto in data 28 settembre 2009 un protocollo di intesa per l'integrazione tra Realty e INDI che prevede la fusione mediante incorporazione di INDI in Realty, previa Offerta Pubblica di Acquisto volontaria (di seguito "OPA") di INDI su tutte le azioni ordinarie di Realty al prezzo di Euro 2,5 per azione. In data 28 ottobre 2009, a norma dell'art. 2501-*ter* Codice Civile, i Consigli di Amministrazione di Realty e di INDI hanno redatto il progetto di fusione per incorporazione di INDI in Realty.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione delle due società partecipanti all'operazione la seguente documentazione:

- il progetto di fusione predisposto ai sensi dell'art. 2501-*ter*, Codice Civile, che indica, tra l'altro, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla complessiva operazione di fusione, come previsto dall'art. 2501-*bis*, secondo comma, Codice Civile;
- la relazione della società di revisione, PricewaterhouseCoopers S.p.A. (di seguito, "PWC"), redatta ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quinto comma, Codice Civile;
- la situazione patrimoniale al 30 giugno 2009 delle due società partecipanti all'operazione, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater*, Codice Civile;
- il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di Realty al 31 dicembre 2008;
- il bilancio d'esercizio di INDI al 31 dicembre 2008;

- le relazioni predisposte dai Consigli di Amministrazione di Realty e INDI che illustrano e giustificano, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quinquies*, Codice Civile, il progetto di fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni, nonché i criteri di determinazione dello stesso. Le relazioni degli organi amministrativi indicano altresì, ai sensi dell'art. 2501-*bis*, terzo comma, Codice Civile, le ragioni che giustificano l'operazione e gli obiettivi che si intendono raggiungere; esse contengono inoltre la descrizione del Piano economico-finanziario relativo alla società risultante dalla fusione e l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie. Tale Piano è allegato al progetto di fusione.

Il progetto di fusione e le relazioni degli organi amministrativi delle Società saranno sottoposte all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Realty e di INDI che verranno convocate entro il quarantacinquesimo giorno successivo al 18 dicembre 2009, data di chiusura del periodo di adesione all'OPA.

### ***Sintesi dell'Operazione***

INDI è una holding di partecipazioni non quotata che detiene partecipazioni non di controllo in società operanti in vari settori di attività. Attualmente INDI sta iniziando il processo di focalizzazione della propria attività nello sviluppo di progetti integrati nel settore energetico, favorendo la produzione di energia da fonti rinnovabili; in particolare INDI promuove 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.

Nell'ambito del proprio portafoglio di investimenti INDI detiene una partecipazione del 24,65% in Realty, società quotata sul MTA, costituita nel giugno 2006 a seguito della scissione parziale del patrimonio immobiliare di Reno de Medici S.p.A., ed operante nel settore immobiliare in Italia, Spagna e Stati Uniti.

In data 28 settembre 2009 Realty ed INDI hanno sottoscritto un Protocollo di Intesa contenente le linee guida del programma di integrazione fra le due società. Il programma di integrazione definito tra le parti prevede:

- l'OPA volontaria e totalitaria, non finalizzata al delisting, promossa da INDI su tutte le azioni ordinarie di Realty che non sono dalla stessa già possedute;
- in caso di successo dell'OPA, la successiva fusione per incorporazione di INDI in Realty (c.d. fusione inversa).

In data 5 novembre 2009 ha avuto avvio il periodo di adesione all'OPA che si è concluso in data 18 dicembre 2009. L'offerta ha avuto per oggetto 18.635.093 azioni di Realty, pari a circa il 75,35% del capitale sociale; INDI ha previsto di riconoscere a ciascun aderente all'Offerta un corrispettivo in contanti per ciascuna azione portata in adesione pari ad Euro 2,5.

In data 18 dicembre 2009 si è concluso il periodo di adesione all'OPA e sono state consegnate n. 8.825.967 azioni di Realty, pari a circa il 35,69% del capitale sociale; sulla base del livello di adesioni raggiunto e detenendo INDI una partecipazione in Realty pari a circa 60,34%, percentuale superiore alla soglia minima di efficacia dell'OPA del 38%, è stato determinato un rapporto di cambio puntuale pari a 333 azioni Realty consegnate in offerta per ogni 1.000 azioni INDI.

In merito ai programmi futuri di INDI in relazione all'attività di Realty, il documento di Offerta indica che le società hanno condiviso, attraverso la sottoscrizione del Protocollo di Intesa, le linee guida dell'Operazione, finalizzata alla graduale riorganizzazione delle due società post integrazione ed una progressiva focalizzazione delle loro attività nello sviluppo di tecnologie applicabili anche alla produzione di energia da fonti rinnovabili. Tale processo di riorganizzazione prevede la progressiva valorizzazione delle attività detenute dalle due società, da attuarsi, in particolare, anche attraverso una serie di cessioni di assets e/o partecipazioni attualmente detenute in portafoglio.

#### ***Natura e portata della presente relazione***

Al fine di fornire agli Azionisti di INDI e Realty idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle società partecipanti alla fusione, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti da essi nominati (Borghesi Colombo & Associati S.p.A., nominato da Realty, MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., nominato da INDI, di seguito i "Consulenti") non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente incarico, una valutazione economica delle Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai Consulenti.

Sotto un diverso profilo, la presente relazione contiene l'attestazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

## **2 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle due società partecipanti all'operazione le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie.

A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di Realty al 31 dicembre 2008 corredati dalle rispettive relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- Il bilancio d'esercizio di INDI al 31 dicembre 2008, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione;
- La relazione finanziaria semestrale di Realty al 30 giugno 2009, corredata della relazione sulla revisione contabile limitata emessa da PWC;
- Il bilancio intermedio di INDI al 30 giugno 2009, predisposto allo scopo di fornire informazioni contabili al 30 giugno 2009 utili per possibili operazioni straordinarie che la società potrebbe compiere, corredato dalla relazione sulla revisione contabile limitata emessa da Ernst & Young (di seguito "E&Y"); tale bilancio ottempera anche agli obblighi previsti ai sensi dell'art. 2501-*quater* del c.c.;
- La situazione patrimoniale di Realty al 30 giugno 2009, predisposta ai sensi dell'art. 2501-*quater*;
- Il resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2009 del Gruppo Realty Vailog;
- Il Progetto di fusione, le relazioni degli Amministratori delle società partecipanti alla fusione indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie e le relazioni dei Consulenti predisposte a supporto delle determinazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione, che propongono un rapporto di cambio compreso tra un minimo di n.281 azioni ordinarie Realty ogni n. 1.000 azioni ordinarie INDI ed un massimo di n.401 azioni ordinarie Realty ogni 1.000 azioni ordinarie INDI e, più precisamente, un rapporto di cambio che prevede l'assegnazione, per ogni azione ordinaria INDI posseduta, di un numero di azioni Realty pari a:

$0,251 + 0,0000000927499 \times n^\circ$  azioni Realty apportate in OPA

dove:

- 0,251 è il Rapporto di Cambio per ogni azione INDI nell'ipotesi di zero adesioni all'OPA, approssimato al terzo decimale per omogeneità con il Rapporto di Cambio puntuale che sarà identificato al termine dell'OPA. 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 rapporto di cambio per ogni azione INDI, funzione del maggior valore di ogni azione Realty apportata all'OPA rispetto al prezzo di OPA, da applicarsi per partecipazioni di INDI in Realty fino ad un massimo del 90%.

Le relazioni degli Amministratori, già approvate dai rispettivi Consigli in data 28 ottobre 2009, sono state rese definitive a seguito della conclusione dell'OPA, avvenuta in data 18 dicembre 2009, con la definizione del concambio definitivo.

- I verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di Realty tenutesi in data 28 settembre 2009 e 28 ottobre 2009 e la bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione di Realty del 17 dicembre 2009;
- I verbali delle riunioni dei Consigli di Amministrazione di INDI tenutesi in data 28 settembre e 16 ottobre 2009 e le bozze dei verbali dei Consigli di Amministrazione di INDI tenutesi in data 28 ottobre 2009 e 18 dicembre 2009;
- Gli statuti sociali di Realty e di INDI, nonché il testo della bozza dello statuto della società incorporante post-fusione;
- Il documento "Progetto di Integrazione tra Realty Vailog e Industria e Innovazione" predisposto dal Consulente di Realty, Borghesi Colombo & Associati S.p.A. e messo agli atti del Consiglio di Amministrazione di Realty del 28 settembre 2009;
- Il documento "Descrizione delle Analisi Effettuate da Borghesi Colombo & Associati S.p.A. con riferimento al parere di congruità sul concambio della fusione" predisposto dal Consulente di Realty, Borghesi Colombo & Associati S.p.A. e messo agli atti del Consiglio di Amministrazione di Realty del 28 ottobre 2009;
- Il Parere di congruità sul rapporto di cambio predisposto dal Consulente di INDI, MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. in data 28 settembre 2009 e messo agli atti del Consiglio di Amministrazione di INDI del 28 settembre 2009;
- Il documento di offerta pubblica di acquisto volontaria di azioni Realty da parte di INDI del 4 novembre 2009;
- Il comunicato stampa di Realty predisposto ai sensi dell'art. 103, comma 3 del TUF in relazione all'OPA volontaria su azioni ordinarie Realty promossa da INDI, del 4 novembre 2009;
- Il Documento informativo redatto ai sensi degli artt. 71 e 71-bis del Regolamento Emittenti relativo all'operazione di cessione dell'intero capitale sociale di Adriatica Turistica S.p.A., società partecipata di Realty, depositato in data 14 ottobre 2009, comprensivo della perizia sulla società Adriatica Turistica S.p.A. del 7 luglio 2009, redatta dal Dott. Matteo Tamburini, e della relazione di PWC sull'esame della situazione patrimoniale e del conto economico pro-forma al 30 giugno 2009 del Gruppo Realty del 14 ottobre 2009;
- La valutazione effettuata da REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. in data 30 settembre 2009, con riferimento al 30 settembre 2009, del valore di mercato dell'immobile di proprietà di Vailog S.p.A., locato in Arluno, in via Lombardia 18;

- La valutazione effettuata da REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. in data 30 settembre 2009, con riferimento al 30 settembre 2009, del valore di mercato della proprietà immobiliare ubicata in Boffalora sopra Ticino – Magenta, via Giacomo de Medici 19;
- La valutazione effettuata da REAG Real Estate Advisory Group S.p.A. in data 3 ottobre 2008 del valore di mercato della proprietà ubicata in San Cugat del Vallès (Spagna);
- La relazione di stima del valore delle partecipazioni di Alerion Industries S.p.A. oggetto di cessione a INDI, redatta in data 31 luglio 2008 ad opera del Prof. Francesco Perrini;
- Lo studio di mercato predisposto da Espais Promotion Immobiliars del mese di aprile 2009 relativo alla vendita della proprietà San Cugat del Vallès (Spagna);
- Il Piano economico-finanziario per il periodo 2009 -2013 predisposto dal Consiglio di Amministrazione di Realty, relativo alla società risultante dall'operazione di fusione;
- Il documento "Pro-Forma March 2009" relativo al business plan dell'immobile in fase di costruzione a New York;
- Il Piano di Ristrutturazione predisposto in data 15 giugno 2009 da RCR Cristalleria Italiana S.p.A.;
- L'attestazione del Dott. Aldo Bompani sulla ragionevolezza del Piano di Ristrutturazione predisposto in data 15 giugno 2009 da RCR Cristalleria Italiana S.p.A., redatta in data 3 luglio 2009;
- Il contratto di finanziamento bancario stipulato in data 6 aprile 2006 tra Red.Im S.r.l, controllata al 100% da Realty, e Banca Intesa S.p.A., per un importo originario complessivo di €40.000.000;
- Il contratto di finanziamento ipotecario in conto corrente stipulato in data 21 ottobre 2008 tra Vailog S.r.l. e Credito Artigiano S.p.A. di importo pari a €9.000.000;
- Il contratto di finanziamento bancario a 18 mesi stipulato da INDI con MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. in data 15 ottobre 2009, sottoscritto ai fini del lancio dell'OPA volontaria su tutte le azioni di Realty;
- Il contratto di pegno stipulato da INDI con MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. in data 15 ottobre 2009, sottoscritto ai fini del lancio dell'OPA volontaria su tutte le azioni di Realty;
- La lettera del 19 ottobre 2009 in cui MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. comunica a INDI la delibera favorevole ad opera dei propri organi competenti per la eventuale proroga del contratto di finanziamento per ulteriori 18 mesi per un nuovo importo;
- La relazione di PWC predisposta ai sensi dell'art. 2501-*bis*, quinto comma, Codice Civile sul Piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione;

- Il contratto di cessione delle quote di Vailog S.p.A. tra Realty e Parval S.p.A. del 1 dicembre 2009;
- Il documento informativo emesso da Realty, ai sensi dell'art. 71 e 71-bis del Regolamento Emittenti, relativo all'operazione di cessione dell'intero capitale sociale di Vailog S.r.l., società partecipata di Realty, depositato in data 14 dicembre 2009, comprensivo della perizia sulla società Vailog S.r.l. del Dott. Giovanni Maria Conti, e della relazione di PWC sull'esame della situazione patrimoniale e del conto economico consolidati pro-forma al 30 giugno 2009 del Gruppo Realty dell'11 dicembre 2009
- L'accordo preliminare di cessione delle quote di Adriatica Turistica S.p.A. tra Realty e Piovesana Holding S.p.A.;
- Il passaggio delle azioni di Adriatica Turistica S.p.A. da Realty a Piovesana Holding S.p.A. ed i documenti relativi ai pagamenti previsti dal contratto;
- L'accordo di compravendita di partecipazioni sociali tra Alerion Industria S.p.A. e INDI del 6 agosto 2008;
- Il comunicato stampa di INDI del 18 dicembre 2009, avente per oggetto i risultati definitivi dell'offerta e la Condizione Soglia;
- Il comunicato stampa di INDI del 22 dicembre 2009, avente per oggetto l'avveramento della Condizione MAC;
- Il comunicato stampa congiunto di INDI e Realty del 22 dicembre 2009, avente per oggetto il rapporto di cambio di fusione;
- Le informazioni di mercato (prezzi di mercato, volumi di scambio ecc.), raccolte attraverso Bloomberg, relative a Realty e Reno de Medici e alle società alle stesse ritenute comparabili;
- Le *equity research* predisposte da Intermonte SIM S.p.A. sul titolo Reno de Medici;
- Le informazioni e i documenti integrativi, contabili e statistici, ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali delle due società partecipanti all'operazione, non sono intervenuti fatti che possano determinare sensibili variazioni degli elementi presi a base per lo svolgimento delle nostre analisi. Abbiamo infine ottenuto attestazione che, alla data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la predisposizione dei dati contenuti nel Piano economico-finanziario e della documentazione a supporto dello stesso.



### **3 Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio**

Gli Amministratori delle Società, anche sulla base delle analisi effettuate dai propri Consulenti, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione con consolidate basi dottrinali ed applicative, tali da consentire di valutare in maniera omogenea le due società ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Tenuto conto della natura dell'operazione e delle caratteristiche delle società coinvolte, per la determinazione del capitale economico gli Amministratori di INDI e Realty, con l'assistenza dei rispettivi Consulenti, hanno fatto riferimento al metodo di valutazione Somma delle Parti (SOP) che nella fattispecie corrisponde al metodo del Net Asset Value (NAV).

#### **3.1 Data di riferimento delle stime**

Le valutazioni analitiche proposte sono riferite alla data del 30 giugno 2009, e sono state sviluppate sulla base delle situazioni patrimoniali semestrali di Realty ed INDI.

Ai fini della definizione della situazione patrimoniale di Realty al 30 giugno 2009, gli Amministratori di Realty hanno tenuto conto degli effetti economico-patrimoniali di due operazioni successive al 30 giugno 2009 e relative a: i) cessione di Adriatica Turistica da parte di Realty, avvenuta in data 30 settembre 2009; ii) cessione di Vailog da parte di Realty, con perfezionamento avvenuto in data 1 dicembre 2009.

#### **3.2 Descrizione dei metodi e dei criteri di valutazione**

##### *Metodo SOP*

Il metodo SOP determina il valore di una società sulla base della somma dei valori congrui (o di netto realizzo) delle sue attività e passività, ciascuna delle quali è considerata, nei termini individuati dagli Amministratori, come "un'entità economica valutabile singolarmente al netto delle eventuali passività".

Il metodo è basato su un approccio a portafoglio chiuso, che fa riferimento al perimetro delle attività e passività finanziarie della società alla data di riferimento. Negli aspetti sostanziali, pertanto il metodo SOP, come precedentemente riportato, corrisponde al metodo del NAV e conseguentemente ad un approccio riconducibile all'applicazione di un metodo patrimoniale semplice.

Nel caso di specie, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto all'applicazione del metodo SOP con modalità omogenee tra le due società, tenendo in considerazione la circostanza per la quale INDI detiene una partecipazione nel capitale sociale di Realty e pertanto, attraverso quest'ultima, risulta parzialmente esposta sul medesimo portafoglio di investimenti sottostante.

La stima del valore congruo degli investimenti in portafoglio di INDI e Realty è stata effettuata con metodi differenziati; alcuni elementi patrimoniali, per ragioni di materialità limitata, sono stati stimati al valore di libro.

La tabella successiva riepiloga i metodi utilizzati dai Consulenti e recepiti dai Consigli di Amministrazione ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Elementi Patrimoniali	Metodi di valutazione	
	Range minimo	Range massimo
<b>Realty Vailog</b>		
Magenta	Multipli di borsa	Discounted Cash Flow
San Cugat	Valore di presunto realizzo	Valore contabile al 30/06/09
New York	Valore contabile al 30/06/09	Discounted Cash Flow
Arluno	Valore transazione Vailog	Valore contabile al 30/06/09
Altre attività operative nette	Valore contabile al 30/06/09	Valore contabile al 30/06/09
Posizione finanziaria netta	Valore contabile al 30/06/09	Valore contabile al 30/06/09
<b>INDI</b>		
<b>Dati in Euro mln</b>	<b>Range minimo</b>	<b>Range massimo</b>
Reno De Medici	Multipli di borsa	Multipli di borsa
Realty Vailog	Somma delle Parti	Somma delle Parti
Mediapason	Multipli di borsa	Multipli di borsa
Banca MB	Patrimonio netto pro-quota al 31/12/2008	Patrimonio netto pro-quota al 31/12/2008
RCR Cristalleria Italiana	Multipli di borsa	Discounted Cash Flow
CIE	Valore contabile al 30/06/09	Valore contabile al 30/06/09
Officine CST	Discounted Cash Flow	Discounted Cash Flow
Altre attività operative nette	Valore contabile al 30/06/09	Valore contabile al 30/06/09
Posizione finanziaria netta	Valore contabile al 30/06/09	Valore contabile al 30/06/09

Come indicato dai Consigli di Amministrazione e dai Consulenti, tale approccio valutativo ha, di fatto, implicato la mancata valorizzazione dei progetti di sviluppo di INDI nel settore delle energie rinnovabili, in quanto ancora in fase progettuale e che tuttavia possono rappresentare una potenziale opzione di creazione di valore per INDI.

Per entrambe le società, gli Amministratori non hanno tenuto conto dell'effetto della riduzione del valore associato ai costi operativi della struttura di holding per ragioni di materialità limitata dei costi in oggetto.

#### 4 Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione (se gli amministratori, come abbiamo inteso, hanno fatto proprie le difficoltà dei consulenti ndr)

Le principali difficoltà e limitazioni rilevate dai Consigli di Amministrazione e dai Consulenti nella valutazione delle società partecipanti alla fusione, in aggiunta alle normali problematiche che caratterizzano le valutazioni d'azienda, sono state le seguenti:

- limitatezza della base informativa con particolare riferimento ad INDI in quanto titolare di partecipazioni in società quotate prive di informazioni prospettiche pubbliche e senza significativa copertura da parte degli analisti finanziari, ovvero di partecipazioni di minoranza in società non quotate per alcune delle quali si dispone di una limitata disponibilità informativa;
- difficoltà nell'applicazione del metodo SOP soprattutto con riferimento alla valutazione di alcune attività e partecipazioni in società non quotate per cui non è disponibile un *business plan* e per le quali si è fatto riferimento a multipli espressi dal mercato relativi a campioni di società quotate ritenute comparabili;
- scarsa significatività delle quotazioni borsistiche con riferimento ai titoli Realty e Reno De Medici che presentano un ridotto volume di scambi ed una scarsa liquidità, rendendo pertanto le quotazioni di Borsa poco significative ai fini valutativi.

#### 5 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione

I valori dei capitali economici per azione di Realty ed INDI, nonché i relativi rapporti di cambio, determinati dai Consulenti sulla base dei metodi precedentemente descritti e fatti propri dai Consigli di Amministrazione sono riportati nella seguente tabella.

Rapporto di cambio	Valore Minimo	Valore Massimo
Equity Value Indi (€ mln)	30,0	41,3
Valore per azione INDI (€)	0,734	1,010
Equity Value Realty (€ mln)	82,9	99,6
Valore per azione Realty (€)	3,351	4,028

Sulla base dell'applicazione del metodo SOP si ottiene un intervallo di rapporti di cambio compreso tra un minimo di 0,219 azioni Realty per ogni azione INDI ed un massimo di 0,251 azioni Realty per ogni azione INDI.

I Consigli di Amministrazione, sulla base del range di rapporti di cambio identificato dai Consulenti, preso atto del parere di congruità finanziaria del rapporto di cambio rilasciato dall'advisor Borghesi e Colombo per il Consiglio di Amministrazione di Realty, preso atto del parere di congruità finanziaria del rapporto di cambio rilasciato dall'advisor MPS Capital Services per il Consiglio di Amministrazione di INDI, hanno ritenuto opportuno, in via

conclusiva, determinare un rapporto di cambio pari a 0,251 (pari a 251 azioni ordinarie Realty ogni 1.000 azioni ordinarie INDI) che coincide con il valore massimo del range individuato.

Il rapporto di cambio sopra individuato si riferisce ad un' ipotesi di totale assenza di adesioni all'OPA. Il rapporto di cambio tuttavia è variabile in funzione delle adesioni all'OPA in quanto l'Equity Value di INDI si incrementa, al crescere del numero delle azioni consegnate in OPA, per effetto della diversa valorizzazione della partecipata Realty per il calcolo del rapporto di cambio rispetto al prezzo dell'OPA. Pertanto, dal momento che il valore del capitale economico di INDI, ai fini del rapporto di cambio, è funzione del numero di azioni di Realty consegnate in Offerta, sino alla conclusione del periodo di Offerta non è stato possibile determinare un rapporto di cambio puntuale, data l'impossibilità di conoscere preventivamente il numero di azioni Realty consegnate in Offerta.

Pertanto, i Consigli di Amministrazione di INDI e Realty Vailog hanno individuato un rapporto di cambio di fusione variabile unicamente in funzione del numero di adesioni all'Offerta, secondo la seguente formula:

$$0,251 + 0,00000000927499 \times \text{numero azioni Realty apportate in Offerta}$$

dove:

- 0,251 è il rapporto di cambio per ogni azione di INDI nell'ipotesi di totale assenza di adesioni all'OPA approssimato al terzo decimale per omogeneità con il rapporto di cambio puntuale che sarà identificato al termine dell'OPA;
- 0,00000000927499 è un fattore incrementale del rapporto di cambio per ogni azione di INDI, funzione del maggior valore di ogni azione Realty apportata all'OPA rispetto al prezzo dell'OPA, da applicarsi per partecipazioni di INDI in Realty fino ad un massimo del 90%.

Dall'applicazione di tale formula, tenuto conto delle condizioni di efficacia dell'OPA, il rapporto di cambio risultava in un range compreso da un minimo di n. 281 azioni ordinarie Realty ogni 1.000 azioni ordinarie di INDI (ipotesi di raggiungimento della soglia minima di efficacia dell'OPA – partecipazione di INDI in Realty del 38%) ad un massimo di 401 azioni ordinarie Realty ogni 1.000 azioni ordinarie di INDI (ipotesi di raggiungimento di una partecipazione pari al 90% del capitale di Realty da parte di INDI, ovvero di superamento di tale soglia e successiva ricostituzione del flottante a valori pari al corrispettivo fissato per l'OPA).

Nell'ambito della documentazione predisposta dai Consulenti a supporto dei Consigli di Amministrazione, viene altresì evidenziato che nell'ipotesi in cui si fosse proceduto alla valutazione di Realty e Reno de Medici alle rispettive quotazioni di borsa si otterrebbe un intervallo di valori del rapporto di cambio sostanzialmente allineato a quello sopra individuato, fatti salvi i limiti sulla significatività

Al termine del periodo di OPA sono state consegnate in adesione n. 8.825.967 azioni di Realty, pari a circa il 35,69% del capitale sociale, che determinano una partecipazione di INDI in Realty pari al 60,34%. A seguito dell'esito dell'OPA, sulla base dell'algoritmo di determinazione del "fattore incrementale" del rapporto di cambio precedentemente descritto, è stato determinato un rapporto di cambio puntuale e pari a 333 azioni Realty per ogni 1.000 azioni INDI e contestualmente sono state integrate le bozze di relazione dei Consigli di Amministrazione di INDI e Realty come da delibere dei Consigli di Amministrazione di Realty del 28 ottobre 2009 e del 17 dicembre 2009 e di INDI del 28 ottobre 2009.

## 6 Lavoro svolto

Come già indicato, il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2008 di Realty è stato assoggettato a revisione contabile completa da parte della società di revisione PWC, così come il bilancio d'esercizio di INDI al 31 dicembre 2008 è stato assoggettato a revisione contabile completa da parte di E&Y. Inoltre, il bilancio consolidato semestrale abbreviato di Realty al 30 giugno 2009 e il bilancio intermedio di INDI al 30 giugno 2009, che ottemperano quanto richiesto ai sensi dell'art. 2501-*quater*, Codice Civile, sono stati assoggettati a revisione contabile limitata rispettivamente da parte di PWC e di E&Y.

Nell'ambito del presente incarico, abbiamo:

- esaminato il progetto di fusione, il comunicato stampa Realty ex art. 103, comma 3 del TUF del 4 novembre 2009, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater*, Codice Civile, il comunicato stampa congiunto di Realty e INDI del 22 dicembre 2009 che riporta il numero di adesioni all'OPA e le relazioni degli Amministratori di Realty e INDI indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie;
- esaminato i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2008 di Realty, corredati dalle rispettive relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione, la relazione finanziaria semestrale di Realty al 30 giugno 2009, corredata della relazione sulla revisione contabile limitata emessa da PWC e il resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2009;
- esaminato il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2008 di INDI, corredato dalla relazione degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione, ed il bilancio intermedio di INDI al 30 giugno 2009, corredato della relazione sulla revisione contabile limitata emessa da E&Y;
- esaminato il Documento informativo redatto ai sensi degli artt. 71 e 71-*bis* del Regolamento Emittenti relativo all'operazione di cessione dell'intero capitale sociale di Adriatica Turistica S.p.A., depositato in data 14 ottobre 2009, comprensivo della perizia sulla società Adriatica Turistica S.p.A. del 7 luglio 2009, redatta dal Dott. Matteo Tamburini, e della relazione di PWC sull'esame della situazione patrimoniale e del conto economico pro-forma del Gruppo Realty del 14 ottobre 2009;

- esaminato il documento informativo emesso da Realty, ai sensi dell'art. 71 e 71-bis del Regolamento Emittenti, in relazione alla cessione della partecipazione detenuta in Vailog S.r.l., depositato in data 14 dicembre 2009, comprensivo della perizia sulla società Vailog S.p.A. del 28 settembre 2009, redatta dal Dott. Giovanni Maria Conti, e della relazione di PWC sull'esame della situazione patrimoniale e del conto economico pro-forma del Gruppo Realty dell'11 dicembre 2009; esaminato gli statuti sociali di Realty e INDI, nonché il testo dello statuto della società incorporante post-fusione;
- discusso con PWC il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile dei bilanci d'esercizio e consolidato di Realty al 31 dicembre 2008 ed alla revisione contabile limitata del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2009;
- discusso con E&Y il lavoro svolto in relazione alla revisione contabile completa del bilancio di esercizio di INDI al 31 dicembre 2008 e alla revisione contabile limitata del bilancio intermedio di INDI al 30 giugno 2009;
- discusso con gli advisor incaricati dalle Società, Borghesi Colombo e Associati S.p.A. e MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., le metodologie, le ipotesi e le assunzioni utilizzate nelle valutazioni adottate nella fissazione del rapporto di cambio;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dai Consigli di Amministrazione e dai Consulenti riguardanti i metodi valutativi adottati nella fissazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione e dai Consulenti e analizzato ogni altro elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle società interessate alla fusione;
- svolto analisi di sensibilità nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la ragionevolezza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, quindi, con la "documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 2;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio da parte dei Consigli di Amministrazione;
- verificata l'accuratezza dell'algoritmo utilizzato ai fini della determinazione del "fattore incrementale" del rapporto di cambio che è funzione del numero di adesioni all'OPA;
- verificata la corretta determinazione del rapporto di cambio sulla base del numero di adesioni all'OPA e del "fattore incrementale";
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali di Realty e INDI, alla data della presente relazione, non sono maturate

circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione dei rapporti di cambio.

Sotto un diverso profilo, con riferimento alle indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione e descritte nel Piano economico-finanziario, abbiamo svolto le seguenti procedure ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile:

- abbiamo discusso con le Direzioni di Realty e di INDI i criteri e le ipotesi utilizzati per la redazione del piano industriale di Realty risultante dall'operazione di fusione, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale;
- abbiamo esaminato le obbligazioni che risulteranno in capo alla società risultante dalla fusione all'esito della prospettata operazione;
- abbiamo esaminato il contratto di finanziamento bancario a 18 mesi stipulato da INDI con MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., sottoscritto in data 15 ottobre 2009 ai fini del lancio dell'OPA volontaria su tutte le azioni di Realty, nonché la lettera del 19 ottobre 2009 in cui MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. comunica a INDI la delibera favorevole dei propri organi competenti alla eventuale proroga del contratto di finanziamento per ulteriori 18 mesi per un ridotto importo del finanziamento ad oggi già erogato con la finalità di reperire i mezzi necessari a liquidare chi avrà apportato azioni in OPA e il contratto di pegno stipulato da INDI con MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. in data 15 ottobre 2009;
- abbiamo esaminato il contratto di finanziamento stipulato in data 6 aprile 2006 tra Red.Im S.r.l, controllata al 100% da Realty, e Banca Intesa S.p.A. per un importo originario complessivo di €40.000.000;
- abbiamo esaminato il contratto di finanziamento ipotecario in conto corrente stipulato in data 21 ottobre 2008 tra Vailog S.r.l. e Credito Artigiano S.p.A. di importo pari a €9.000.000, sottoscritto per l'acquisto dell'immobile ad uso industriale sito in Arluno. Tale immobile, entro la data di pagamento della seconda rata prevista dal contratto di cessione di Vailog S.r.l. a Parval S.r.l., sarà oggetto di contratto di compravendita tra Realty e Vailog S.p.A., con contestuale accollo del mutuo ipotecario da parte dell'acquirente Realty;
- abbiamo esaminato, in linea con le procedure previste per l'esame delle informazioni prospettiche dall'*International Standard on Assurance Engagements (ISAE) 3400 "The examination of Prospective Financial Information"*, emesso dall'*International Federation of Accountants (IFAC)*, i dati previsionali post-fusione, nonché le ipotesi e gli elementi posti alla base della formulazione di tali dati, contenuti nel Piano economico-finanziario post-fusione, ivi incluse le indicazioni delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. Tale Piano prevede un'ipotesi di raggiungimento di una percentuale di partecipazione di INDI in Realty pari al 90%,

nonché un “*worst case*” con una partecipazione di INDI in Realty del 90% e una contrazione del 17% circa dei flussi di cassa derivanti dalle cessioni, dovuta al peggioramento del contesto di mercato rispetto alla situazione attuale; tale scenario inoltre prevede risparmi nei costi per *contingencies* e la 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 che ad oggi non risultano impegnati. Abbiamo peraltro verificato che in relazione all’esito dell’OPA, la percentuale di partecipazione di INDI in Realty e conseguentemente il livello di indebitamento di Realty è significativamente inferiore a quella utilizzata per la predisposizione del Piano economico-finanziario post- fusione. Tutto ciò, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale e tenendo conto che il Piano economico - finanziario è basato anche su assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno;

- abbiamo discusso con PWC il contenuto della relazione emessa dalla stessa ai sensi dell’art. 2501-*bis*, quinto comma, Codice Civile, al fine di ottenere informazioni sul lavoro svolto in relazione all’incarico ricevuto ai sensi dell’art. 2501-*bis*, quinto comma, Codice Civile e sui risultati ottenuti;
- abbiamo ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza dei rappresentanti legali di Realty e INDI alla data della presente relazione, non sono maturate circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la predisposizione dei dati e delle informazioni contenute nel Piano economico-finanziario e della documentazione a supporto dello stesso;
- abbiamo discusso con gli amministratori e i consulenti immobiliari di Realty le modalità, le procedure e i tempi prospettati per la riqualificazione della destinazione d’uso dell’*asset* immobiliare di Magenta – Boffalora il cui iter deliberativo ed autorizzativo è tuttora in corso con le amministrazioni locali deputate per legge a decisioni in merito.

## 7 **Commenti sull’adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte dai Consigli di Amministrazione**

Con riferimento al presente incarico, si sottolinea che il procedimento decisionale seguito dai Consigli di Amministrazione di Realty e INDI ha avuto quale scopo principale la stima dei valori economici delle società interessate, calcolati attraverso l’applicazione di criteri uniformi e finalizzati alla determinazione dei rapporti di cambio. Nelle valutazioni di operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l’individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte, particolarmente nell’attuale contesto di mercato, quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.



Ciò premesso, le principali considerazioni relative ai metodi di valutazione utilizzati dai Consigli di Amministrazione, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze del caso di specie, sono le seguenti:

- i metodi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati dalla prassi professionale e di mercato, sia a livello nazionale che internazionale, e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di società con caratteristiche assimilabili a quelle in oggetto;
- i metodi utilizzati sono stati individuati nel rispetto di un principio generale di omogeneità ed applicati con modalità coerenti tra le due società; gli Amministratori hanno operato con la finalità di esprimere valori confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio;
- a tale riguardo, la scelta di escludere l'utilizzo del metodo delle quotazioni di borsa appare ragionevole anche in relazione agli esigui volumi giornalieri di Realty e Reno de Medici che rendono non sufficientemente significativi i corsi di borsa, specie in un contesto di mercato che risulta caratterizzato da elevati livelli di incertezza e da fenomeni di forte turbolenza;
- i metodi sono stati applicati con riferimento alle due società considerate distintamente ed in ipotesi di autonomia, ossia prescindendo da effetti potenzialmente derivabili dall'operazione di fusione;
- il metodo SOP utilizzato in primo grado per la stima di Realty ed INDI implica la necessità, ai fini metodologici, di valutare le relative attività e passività di secondo grado, per le quali l'adozione di metodologie differenziate risulta condivisibile in relazione all'obiettivo di trattare le caratteristiche distintive delle varie componenti sottostanti, le prospettate modalità di valorizzazione ed i relativi profili di rischio;
- la valutazione delle partecipazioni di minoranza detenute da INDI è stata condotta principalmente sulla base di metodi empirici finalizzati alla stima dei valori di netto realizzo degli attivi, mentre non sono stati utilizzati metodi basati sull'attualizzazione dei flussi di risultato futuri (dividendi, utili) nella prospettiva del valore d'uso; tale scelta appare ragionevole in quanto coerente con le previste modalità di gestione del portafoglio in oggetto, e rispondente al principio di omogeneità dei metodi di valutazione;
- le metodologie di valutazione di secondo livello utilizzate nell'ambito di applicazione del SOP appaiono ragionevoli in relazione alla tipologia di *assets*, rappresentati principalmente da partecipazioni di minoranza in società non quotate ovvero in *assets* immobiliari, ed in alcuni casi, alla limitata disponibilità informativa.

## 8 Limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico

Nell'espletamento dell'incarico abbiamo rilevato le seguenti difficoltà connaturate al processo di valutazione effettuato dai Consigli di Amministrazione. In particolare:

- i Consigli di Amministrazione, con l'ausilio dei Consulenti, hanno ritenuto di adottare, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, metodologie di tipo analitico ed empirico. L'applicazione di tali metodologie ha richiesto, in alcuni casi, l'utilizzo di dati economico-finanziari prospettici che sono per loro natura aleatori, soggetti a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del quadro macroeconomico;
- il limitato volume di scambi dei titoli Realty Vailog e Reno de Medici ha escluso l'utilizzo del metodo delle quotazioni di borsa. Le quotazioni di borsa rappresentano valori espressi nell'ambito di transazioni continuative in un contesto regolamentato, ma sono soggette a fluttuazioni, anche significative, correlate all'andamento generale dei mercati finanziari; l'utilizzo di periodi di rilevazione estesi e il calcolo di quotazioni medie su base storica possono consentire di attenuare, ma non di eliminare, gli effetti connessi all'impatto della volatilità congiunturale rispetto alla significatività dei prezzi rilevati. Nel caso di specie la circostanza di cui sopra assume particolare rilevanza in quanto il contesto di mercato più recente risulta caratterizzato da elevati livelli di incertezza e da fenomeni di forte turbolenza ed inoltre i titoli in esame presentano esigui volumi giornalieri rendendo non sufficientemente significativi i corsi di borsa;
- i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto di individuare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione sulla base del Piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione. Tale Piano evidenzia l'attesa di una generazione di flussi di cassa sufficienti al finanziamento della gestione operativa, nonché alla remunerazione e rimborso del capitale di debito, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di valutazione previsionale. Tali incertezze, nel caso in esame, riguardano principalmente la liquidabilità degli *assets* immobiliari, che dipendono dall'andamento del mercato immobiliare, caratterizzato da una generale ciclicità e da un'attuale elevata volatilità, e delle partecipazioni oggetto di cessione, nonché, per quanto concerne la Proprietà Magenta Boffalora, l'ottenimento delle autorizzazioni necessarie per la riqualificazione urbanistica con tempistiche coerenti con quelle di realizzo dell'*asset*;
- come indicato dai Consigli di Amministrazione e dai Consulenti, l'approccio valutativo utilizzato ha, di fatto, implicato la mancata valorizzazione dei progetti di sviluppo di INDI nel settore delle energie rinnovabili, in quanto ancora in fase progettuale e che tuttavia possono rappresentare una potenziale opzione di creazione di valore per INDI.

Le suddette difficoltà sono state oggetto di attenta considerazione nella predisposizione della presente relazione.

## 9 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e dei limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, come illustrati nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di Realty e di INDI siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati al fine della determinazione del rapporto di cambio delle azioni contenuto nel progetto di fusione.

Inoltre, sulla base dell'esame della documentazione a supporto delle ipotesi e degli elementi utilizzati nella formulazione dei dati previsionali contenuti nel Piano economico-finanziario della società risultante dalla fusione e tenuto conto della relazione predisposta da PWC ai sensi dell'art. 2501-bis, quinto comma, Codice Civile, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che tali ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione dei suddetti dati previsionali.

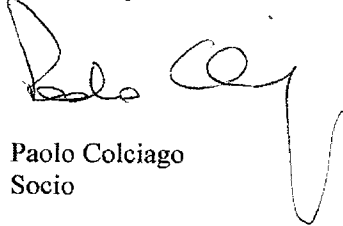
In considerazione di quanto sopra, ai sensi dell'art. 2501-bis, quarto comma, Codice Civile, non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere che, alla data odierna, le indicazioni contenute nel progetto di fusione relativamente alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione non siano ragionevoli.

Tutto ciò assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli organi amministrativi come descritte nelle note di corredo al Piano medesimo.

Va tuttavia evidenziato che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra i valori consuntivi e i valori preventivati nel Piano economico-finanziario potrebbero essere significativi. Ciò anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni ipotetiche descritte nelle note di corredo al Piano si manifestassero.

Milano, 22 dicembre 2009

KPMG S.p.A.



Paolo Colciago  
Socio