



Sede sociale in Jolanda di Savoia (Ferrara), via Cavicchini, 2
Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Ferrara 08677760962
Capitale sociale sottoscritto e versato pari a Euro 152.692.456,00

DOCUMENTO INFORMATIVO

PREDISPOSTO, SU BASE VOLONTARIA, AI SENSI DELL'ARTICOLO 5 DEL REGOLAMENTO ADOTTATO DALLA CONSOB CON DELIBERA NUMERO 17221 DEL 12 MARZO 2010 E IN CONFORMITÀ ALL'ALLEGATO 4 AL PREDETTO REGOLAMENTO, IN RELAZIONE ALL'OPERAZIONE DI AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE A PAGAMENTO DI B.F. S.p.A., CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO, DEL CODICE CIVILE, DA LIBERARSI MEDIANTE IL CONFERIMENTO, DA PARTE DI SOCIETÀ AGRICOLA TENUTA IL CICALINO S.R.L. E IN FAVORE DI B.F. S.p.A., DELLA PARTECIPAZIONE RAPPRESENTATIVA DELL'INTERO CAPITALE SOCIALE DI CICALINO GREEN SOC. AGRICOLA S.R.L.

13 novembre 2019

Il presente documento informativo è a disposizione del pubblico presso la sede sociale di B.F. S.p.A. in Jolanda di Savoia (Ferrara), via Cavicchini, 2, nonché sul sito *internet* di B.F. S.p.A. all'indirizzo "www.bfspa.it".

INDICE

PREMESSA.....	3
1 AVVERTENZE.....	5
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate	5
2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE	8
2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione	8
2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione	11
2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per BF dell'Operazione, nonché della sottoscrizione dell'Accordo Quadro.....	13
2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo (complessivo ed unitario) dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità	15
2.4.1 Premessa	15
2.4.2 Valore attribuito all'Azienda oggetto del Conferimento NewCo	15
2.4.3 Criteri per la determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni	16
2.4.4 Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni	22
2.5 Determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni.....	23
2.6 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione	23
2.7 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di BF e/o di società da quest'ultima controllate	24
2.8 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di BF coinvolti nell'Operazione	24
2.9 Descrizione della procedura di approvazione dell'Operazione	24
2.9.1 Attività del Comitato OPC	24
2.9.2 Attività del Consiglio di Amministrazione di BF.....	26
2.10 Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma secondo, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.....	27
ALLEGATI.....	28

PREMESSA

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) è stato predisposto e viene pubblicato, su base volontaria, da B.F. S.p.A. (“**BF**” o la “**Società**”) in relazione all’operazione di aumento del capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, per un ammontare complessivo di Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale ed Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2020, con emissione di numero 3.921.569 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare (le “**Nuove Azioni**”), ad un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale ed Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo (l’“**Aumento di Capitale in Natura**”), da liberarsi mediante conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l. (la “**Conferente**”), della partecipazione rappresentativa dell’intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l. (rispettivamente, la “**Partecipazione NewCo**” e “**NewCo**”), società il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla Conferente (il “**Conferimento BF**”, quest’ultimo e l’Aumento di Capitale in Natura, complessivamente considerati, l’“**Operazione**”).

Le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione dell’Operazione, nonché la relativa tempistica, le condizioni e modalità di esecuzione del Conferimento BF e dell’Aumento di Capitale in Natura sono disciplinate da un accordo quadro (l’“**Accordo Quadro**”) di cui sono parti BF e la Conferente.

Come più ampiamente illustrato nel seguente Paragrafo 2.2, cui si fa rinvio, l’Operazione, nonché la sottoscrizione dell’Accordo Quadro, si qualificano come “*operazioni tra parti correlate*” – ai sensi dell’Allegato 1 al “*Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate*” adottato dalla CONSOB con delibera numero 17221 del 12 marzo 2010 (il “**Regolamento OPC**”) e dell’articolo 10 della “*Procedura per le operazioni con parti correlate*” adottata dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 10 aprile 2017 e da ultimo modificata in data 13 marzo 2019 (la “**Procedura OPC**”) – in quanto la Conferente è una società controllata, ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2359, comma primo, numero 1, del Codice Civile, dal dottor Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di BF, e, pertanto, è “*parte correlata*” della Società ai sensi dell’Allegato 1 al Regolamento OPC e dell’articolo 1 della Procedura OPC.

Seppur l’Operazione non superi gli indici di rilevanza di cui all’Allegato 3 del Regolamento OPC, la Società ha ritenuto opportuno applicare, in via prudenziale, sin da principio e su base volontaria, i presidi e le regole previste per le “*operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza*” ai sensi del Regolamento OPC.

In applicazione di quanto sopra indicato, in data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF ha, tra l’altro: (i) approvato l’Operazione e la sottoscrizione dell’Accordo Quadro, previo ottenimento del motivato parere vincolante del Comitato per le operazioni con parti correlate della Società (il “**Comitato OPC**”) - reso in data 28 ottobre 2019 - sull’interesse di BF al compimento dell’Operazione e sulla congruità dei termini e condizioni della stessa; (ii) conferito mandato al Presidente del Consiglio di Amministrazione di BF per provvedere alla convocazione dell’Assemblea degli Azionisti della Società, in sede straordinaria, per deliberare in merito alla proposta relativa

all'Aumento di Capitale in Natura; e (iii) approvato il presente Documento Informativo. In pari data, BF e la Conferente hanno altresì sottoscritto l'Accordo Quadro.

Il presente Documento Informativo è stato, quindi, messo a disposizione del pubblico, nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile. Pertanto esso è disponibile presso la sede sociale in Jolanda di Savoia (Ferrara), via Cavicchini, 2, sul sito *internet* della Società, all'indirizzo "www.bfspa.it", nonché presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato, all'indirizzo "www.1info.it".

Al presente Documento Informativo sono acclusi: (i) il parere favorevole rilasciato dal Comitato OPC, cui è allegata la *fairness opinion* rilasciata a beneficio del medesimo comitato del professor Enrico Laghi sulla congruità dei termini e condizioni dell'Operazione (Allegato A); (ii) la *fairness opinion* rilasciata dai professori Silvano Corbella e Gabriele Villa a favore del Consiglio di Amministrazione di BF sulla congruità dei termini e condizioni dell'Operazione, in particolare, del prezzo di emissione delle Nuove Azioni (Allegato B); e (iii) il parere sul valore strategico dell'operazione nella prospettiva di B.F. S.p.A. rilasciato dallo Studio Carnà a favore del Consiglio di Amministrazione di BF (Allegato C).

L'ulteriore documentazione prevista dalla disciplina applicabile all'Operazione sarà messa a disposizione nei modi e nei tempi ivi previsti. In particolare, sarà messa a disposizione del pubblico la seguente documentazione:

- (i) la relazione illustrativa degli Amministratori predisposta ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 70 del "*regolamento concernente la disciplina degli emittenti*" adottato dalla CONSOB con delibera numero 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**");
- (ii) la relazione di stima riguardante la Partecipazione NewCo rilasciata dall'esperto indipendente, professor Andrea Nasini, ai sensi dell'articolo 2343-*ter*, secondo comma, lettera b), del Codice Civile ai fini del Conferimento BF; e
- (iii) il parere di congruità del prezzo di emissione, rilasciato dalla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, numero 58 (il "**TUF**").

1 AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate

L'Operazione di cui al presente Documento Informativo si qualifica come “*operazione tra parti correlate*” ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, in considerazione del fatto che la Conferente è una società controllata, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2359, primo comma, numero 1, del Codice Civile, dal dottor Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di BF, ed è, perciò, parte correlata di BF.

Inoltre, seppur l'Operazione non superi gli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 del Regolamento OPC, la Società ha ritenuto opportuno applicare, sin da principio e su base volontaria, i presidi e le regole previste per le “*operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza*” ai sensi del Regolamento OPC (la “**Disciplina Applicata**”).

In attuazione di quanto sopra indicato e al fine di rendere il proprio motivato parere secondo le previsioni della Disciplina Applicata, il Comitato OPC: (i) è stato prontamente informato dell'Operazione; (ii) è stato informato, aggiornato e coinvolto nella fase istruttoria e con riferimento alla fase delle trattative, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo; (iii) ha raccomandato il conferimento ad un *advisor* industriale – individuato nello Studio Carnà – dell'incarico di supportare il Consiglio di Amministrazione di BF, nonché il Comitato stesso, nella valutazione dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione; e (iv) si è avvalso del professor Enrico Laghi, quale proprio *advisor* indipendente, per valutare la congruità dei termini e condizioni dell'Operazione.

Il Consiglio di Amministrazione della Società si è avvalso della consulenza di *advisor* indipendenti, di comprovata esperienza e professionalità e, in particolare, dei professori Silvano Corbella e Gabriele Villa, per la determinazione del prezzo unitario di emissione e del numero delle Nuove Azioni. Con riguardo a questi ultimi due *advisor*, si precisa che il Consiglio di Amministrazione di BF, in occasione del conferimento del relativo incarico, ne ha valutato l'esperienza, la professionalità e la competenza – in rapporto alla natura dell'operazione – e ne ha confermato l'indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse, anche ai sensi del Regolamento OPC.⁽¹⁾

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione di BF, secondo la raccomandazione del Comitato OPC, ha nominato lo Studio Carnà quale *advisor* industriale indipendente, per valutare l'integrabilità e la coerenza del *business* dell'Azienda rispetto alle linee strategiche del gruppo BF, al fine di supportare sia il Consiglio sia il Comitato OPC nella valutazione dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione.

È stato, altresì, coinvolto il Comitato controllo e rischi di BF (il “**Comitato CR**”) al fine di supportare,

⁽¹⁾ Quanto all'indipendenza dei professori Corbella e Villa, questi ultimi hanno dichiarato, nella propria *opinion*, di non aver reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore di BF, né delle sue controllate e che non sussistono relazioni economiche tra gli stessi e BF, i soggetti che la controllano, le società dalla stessa controllate o soggette a comune controllo e gli amministratori delle società ora menzionate che siano suscettibili di pregiudicare la loro indipendenza e autonomia di giudizio.

nella fase istruttoria, il Consiglio di Amministrazione di BF, in particolare, nella individuazione, monitoraggio e gestione dei principali rischi per la Società derivanti dall'Operazione, nonché nella valutazione degli obiettivi strategici perseguiti dalla Società con l'Operazione e della coerenza degli stessi alla luce delle linee strategiche della Società e del gruppo.

Alla data del presente Documento Informativo, il Consiglio di Amministrazione di BF è composto come descritto nella tabella di seguito riportata:

Cognome e nome	Carica	Eventuali incarichi ricoperti nel Comitato OPC e nel Comitato CR
Rossella Locatelli	Presidente	Membro del Comitato CR
Federico Vecchioni	Amministratore Delegato	-
Vittorio Umberto Grilli	Amministratore indipendente	Presidente del Comitato OPC
Andrea Bignami	Amministratore indipendente	Presidente del Comitato CR
Tiziana Olivieri	Amministratore indipendente	Membro del Comitato OPC
Gabriella Fantolino	Amministratore indipendente	Membro del Comitato OPC Membro del Comitato CR
Gianluca Lelli	Amministratore indipendente	-
Mario Colombo	Amministratore indipendente	Membro del Comitato CR
Pierpaolo Di Stefano	Amministratore non esecutivo	-
Nathalie Francesca Maria Dompé	Amministratore non esecutivo	-
Luigi Scordamaglia	Amministratore non esecutivo	Membro del Comitato CR

Il dottor Federico Vecchioni, nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 25 febbraio 2019, ha dichiarato, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile, di essere portatore di un interesse per conto proprio con riferimento all'Operazione, in quanto: (i) controlla, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2359, primo comma, numero 1, del Codice Civile, la Conferente; (ii) ricopre l'incarico di amministratore della stessa in regime di amministrazione disgiuntiva; e (iii) la propria coniuge, dottoressa Elisabetta Pasinato, è titolare di una partecipazione nella Conferente rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale e ricopre la carica di amministratore della Conferente in regime di amministrazione disgiuntiva.

Pertanto, nel corso di tale riunione, il Consiglio di Amministrazione di BF, avuto riguardo alle situazioni di correlazione nonché di conflitto di interesse sopra indicate, ha conferito – anche ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391, primo comma, del Codice Civile – apposito mandato al Consigliere dottor Luigi Scordamaglia per lo svolgimento delle attività istruttorie e la conduzione delle trattative con la Conferente, sulla base delle indicazioni di volta in volta formulate dal Consiglio di Amministrazione di BF, ferme restando in ogni caso le competenze dell'organo amministrativo della Società con riferimento all'approvazione e alla realizzazione dell'Operazione, e gli obblighi di coinvolgimento del Comitato OPC ai sensi della Disciplina Applicata.

Alla luce di ciò, il dottor Federico Vecchioni non ha, inoltre, partecipato a discussioni e deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di BF inerenti l'Operazione, fatta eccezione per numero 2 riunioni consiliari, cui ha preso parte su richiesta dei presenti, al solo fine di – e per il tempo strettamente necessario a – fornire chiarimenti sul *business* e le attività della Conferente nonché sulle prospettive di integrazione dell'Azienda nel gruppo BF.

Si evidenzia, da ultimo, che nell'adunanza consiliare del 13 novembre 2019, nel corso del quale il Consiglio di Amministrazione di BF ha approvato, per quanto di propria competenza, l'Operazione e la sottoscrizione dell'Accordo Quadro, il dottor Federico Vecchioni, ha dichiarato di essere portatore di un interesse per conto proprio, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile, e si è astenuto dal votare su tali argomenti.

Fermo quanto precede, tenuto conto delle caratteristiche dell'Operazione, non si ravvisano, a giudizio di BF, particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni di analoga natura.

2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

L'Aumento di Capitale in Natura, da liberare mediante il Conferimento BF, rappresenta la modalità tecnica attraverso la quale BF – società *holding* a capo del gruppo BF e attiva indirettamente, per il tramite delle proprie controllate, nella coltivazione e commercializzazione di prodotti agricoli e sementi, nell'allevamento di bovini, nella produzione di materie prime agricole, nella produzione e commercializzazione di prodotti alimentari confezionati nonché nel recupero e nella valorizzazione degli immobili di proprietà – acquisirà il compendio aziendale attraverso cui la Conferente svolge le proprie attività agricole e agrituristiche.

Le predette attività agrituristiche e agricole sono svolte direttamente dalla Conferente attraverso un compendio aziendale che include, *inter alia*, i seguenti beni e rapporti giuridici: (i) sei fabbricati e poderi di proprietà, siti nel comune di Massa Marittima (Grosseto) e trasformati in strutture ricettive, attraverso i quali viene svolta l'attività agriturbistica secondo la logica di “*albergo diffuso*”; (ii) 308,3 ettari di terreni agricoli e boschivi di proprietà, con annessi fabbricati rustici, siti nei comuni di Follonica e Massa Marittima (Grosseto), attraverso i quali viene svolta l'attività agricola e, in particolare, la produzione olivicola; (iii) alcuni contratti di finanziamento; (iv) alcuni marchi registrati (connessi alla produzione di olio extra-vergine); nonché (v) alcuni accordi commerciali per la fornitura di prodotti olivicoli alla grande distribuzione e altri relativi all'attività agriturbistica (l'“**Azienda**”). Oltre a ciò, il predetto compendio aziendale comprende alcuni *asset* non strumentali allo svolgimento dell'attività agricola e/o agriturbistica, privi di interesse per BF.

Ciò premesso, in data 13 novembre 2019, BF e la Conferente hanno sottoscritto – previa approvazione del Consiglio di Amministrazione di BF sulla base, *inter alia*, del motivato parere favorevole del Comitato OPC, in conformità con la Disciplina Applicata – l'Accordo Quadro, ai sensi del quale, in particolare, è previsto che la Conferente: (i) esegua un conferimento ai sensi dell'articolo 2465 del Codice Civile, in favore della società interamente controllata NewCo, avente ad oggetto l'Azienda, la quale dovrà essere composta dai soli beni e rapporti giuridici strumentali allo svolgimento dell'attività agricola e/o agriturbistica, con conseguente *carve-out* degli *asset* non strumentali allo svolgimento dell'attività agricola e/o agriturbistica, pertanto, privi di interesse per BF (il “**Conferimento NewCo**”); e (ii) esegua il Conferimento BF (cioè della Partecipazione NewCo a liberazione dell'Aumento di Capitale in Natura). Del pari, BF è tenuta, ai sensi dell'Accordo Quadro, a far sì che l'Assemblea degli Azionisti di BF sia convocata, in sede straordinaria, per deliberare sull'Aumento di Capitale in Natura.

L'Accordo Quadro, inoltre, prevede che l'obbligazione delle parti di procedere al Conferimento BF sia subordinata al verificarsi di alcune condizioni sospensive, pattuite nell'esclusivo interesse di BF e, pertanto, rinunciabili in ogni momento, in tutto o in parte, dalla Società, tra le quali:

- (i) l'invio di comunicazioni e/o l'ottenimento delle autorizzazioni necessarie e funzionali al Conferimento NewCo e al Conferimento BF, ivi inclusi quelli inerenti i contratti di finanziamento ricompresi nel perimetro dell'Azienda;
- (ii) la consegna alla Società, da parte della Conferente, di copia della polizza assicurativa che la Conferente, ai sensi dell'Accordo Quadro, deve stipulare con una compagnia di assicurazione

a copertura di tutti gli obblighi di indennizzo contrattualmente assunti dalla Conferente; e

- (iii) la liberazione di alcuni immobili, inclusi nel perimetro dell'Azienda, da una ipoteca sugli stessi gravante, concessa a garanzia di un contratto di finanziamento di cui è parte la Conferente e che resterà in capo alla stessa ad esito del Conferimento NewCo.

L'Accordo Quadro prevede, altresì, che l'obbligazione delle parti di procedere al Conferimento BF sia subordinata al mancato verificarsi delle seguenti condizioni risolutive, pattuite nell'interesse di entrambe le parti:

- (i) il mancato rilasciato, da parte della società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., di un parere di congruità senza rilievi sul prezzo di emissione delle Nuove Azioni ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 del TUF, entro i termini di pubblicazione previsti dalla normativa applicabile; e
- (ii) la mancata approvazione, da parte dell'assemblea straordinaria di BF, dell'Aumento di Capitale in Natura, entro il 28 febbraio 2020.

Ai sensi dell'Accordo Quadro, la sola condizione risolutiva *sub* punto (i) che precede è rinunciabile, per iscritto, in ogni momento e congiuntamente dalla Società e dalla Conferente.

È previsto che BF possa recedere dall'Accordo Quadro, senza pagamento di alcuna penale o indennizzo, qualora tra la data di sottoscrizione dello stesso e la data del Conferimento BF, per qualunque causa anche indipendente dalla volontà della Società, taluno degli immobili dell'Azienda fosse significativamente danneggiato in modo tale che – a giudizio della Società – NewCo non sia in grado di esercitare regolarmente l'attività dell'Azienda.

La Conferente, ai sensi dell'Accordo Quadro, ha rilasciato, in favore di BF, dichiarazioni e garanzie usuali per tale tipologia di operazione che sono state ritenute, a giudizio della Società, ragionevoli e in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla stessa. Tali dichiarazioni e garanzie ineriscono, principalmente, l'Azienda ovvero i beni, mobili e immobili, i crediti, i debiti e i contratti – ivi inclusi i contratti di finanziamento e i rapporti di lavoro – rientrati nel perimetro della stessa e quindi oggetto del Conferimento NewCo. Ai sensi dell'Accordo Quadro, la Conferente sarà, inoltre, tenuta a indennizzare BF e/o NewCo per qualsivoglia perdita, danno, costo o onere da esse subite che siano conseguenza o comunque relative alla violazione delle sopra citate dichiarazioni e garanzie rilasciate dalla Conferente. A garanzia dell'esatto adempimento di tale obbligo di indennizzo nei confronti di BF, l'Accordo Quadro prevede l'obbligo per la Conferente di sottoscrivere, entro la data del Conferimento BF, un'apposita polizza assicurativa con una compagnia di assicurazione di primario *standing* a copertura di tutti gli obblighi di indennizzo contrattualmente assunti dalla Conferente.

Sono altresì previsti meccanismi “correttivi” per il caso in cui siano trasferite a NewCo delle attività, passività o dei rapporti che – ai sensi dell'Accordo Quadro – non dovevano essere inclusi nell'Azienda.

Si precisa che, ai sensi dell'Accordo Quadro, la Conferente ha assunto, nei confronti della Società, l'impegno, per un periodo di ventiquattro mesi a decorrere dalla data di assegnazione delle Nuove Azioni, a non effettuare operazioni di vendita o comunque atti di disposizione che abbiano per oggetto, direttamente o indirettamente, le Nuove Azioni. Si precisa che non sono ricompresi in tale limitazione, *inter alia*, i trasferimenti a favore di un soggetto, direttamente o indirettamente,

controllante, controllato da o soggetto a comune controllo con, la Conferente ovvero a una società o ente controllato, direttamente o indirettamente, dal soggetto controllante la Conferente, ove per controllo si fa riferimento alla nozione di cui all'articolo 2359, primo comma, numeri 1, 2 e 3, del Codice Civile.

Alla luce di quanto sopra illustrato, BF - per effetto dell'Aumento di Capitale in Natura e della liberazione dello stesso mediante il Conferimento BF - acquisirà la Partecipazione NewCo e, quindi, indirettamente l'Azienda alla stessa facente capo e di interesse per la Società.

Nel contesto dell'Aumento di Capitale in Natura saranno emesse complessive numero 3.921.569 nuove azioni ordinarie BF prive di indicazione del valore nominale, rappresentative di circa il 2,5% del capitale sociale di BF come risulterà a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura.

Le Nuove Azioni assegnate alla Conferente avranno godimento regolare e attribuiranno i medesimi diritti delle azioni ordinarie BF già in circolazione; inoltre le stesse saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (l'«MTA»), al pari delle azioni ordinarie BF già in circolazione, nonché sottoposte al regime di dematerializzazione, e gestione accentrata presso Monte Titoli S.p.A., ai sensi degli articoli 83-*bis* e seguenti del TUF. Le Nuove Azioni, in particolare, rappresenteranno, su un periodo di dodici mesi, meno del 20% del numero delle azioni ordinarie BF già ammesse alla negoziazione sul MTA e, pertanto, trova applicazione, con riferimento all'Aumento di Capitale in Natura, l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo per l'ammissione alla negoziazione delle Nuove Azioni di cui all'articolo 1, paragrafo 5, lettera b), del Regolamento (UE) 2017/1129. Tale limite non è superato neppure considerando complessivamente le Nuove Azioni e quelle rinvenienti dall'aumento del capitale sociale a pagamento riservato, oggetto di proposta all'Assemblea contestualmente all'Aumento di Capitale in Natura (l'«**Aumento di Capitale in Denaro**») (cfr. comunicato stampa della Società del 13 novembre 2019).

A fini di completezza si evidenzia che in caso di perfezionamento dell'Aumento di Capitale in Natura saranno emesse complessivamente numero 3.921.569 azioni ordinarie BF, da assegnarsi alla Conferente. Pertanto, la partecipazione detenuta dalla Conferente sarà pari complessivamente a circa il 2,5% del capitale sociale come risultante a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura (nonché a circa il 2,25% del capitale sociale di BF come risultante a seguito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e dell'Aumento di Capitale in Denaro).

Le Nuove Azioni saranno assegnate alla Conferente, a seguito dell'iscrizione a Registro Imprese dello statuto di BF modificato in conseguenza dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, nei minori tempi tecnici possibili.

La seguente tabella raffronta la compagine azionaria della Società alla data del presente Documento Informativo con la compagine azionaria della Società a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, nonché assumendo l'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Denaro. Tale tabella è stata predisposta alla luce delle risultanze del libro soci, integrate dalle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'articolo 120 del TUF e dalle informazioni pubblicamente disponibili alla data del presente Documento Informativo.

Azionista rilevante di BF	% del capitale sociale alla data della presente Relazione	% del capitale sociale come risultante a seguito dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura	% del capitale sociale come risultante a seguito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e dell'Aumento di Capitale in Denaro
Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde	23,63%	23,04%	20,71%
CDP Equity S.p.A.	21,49%	20,95%	18,83%
Dompè Holdings S.r.l.	11,82%	11,52%	10,35%
Aurelia S.r.l. (totale)	6,00%	5,85%	5,26%
di cui:			
- direttamente	4,50%	4,39%	3,94%
- indirettamente (attraverso Autosped G S.p.A.)	1,50%	1,46%	1,32%
Federico Vecchioni (totale)	5,01%	7,39%	6,64%
di cui:			
- direttamente	1,99%	1,94%	1,75%
- indirettamente (attraverso Elfe S.r.l. e Arum S.p.A.)	3,02%	2,95%	2,64%
- indirettamente (attraverso la Conferente) (*)	-	2,50%	2,25%
Altri azionisti (**)	32,05%	31,25%	38,21%

(*) Alla data del presente Documento Informativo, sono soci della Conferente: (i) il dottor Federico Vecchioni, titolare di una quota di nominali Euro 2.296.300,00 (rappresentativa del 71,09% del capitale sociale); (ii) Agricoltura & Turismo S.r.l., titolare di una quota di nominali Euro 900.000,00 (rappresentativa del 27,86% del capitale sociale); (iii) OCRIM – Società per l'Industria Meccanica S.p.A., titolare di una quota di nominali Euro 30.000,00 (rappresentativa dello 0,93% del capitale sociale); (iv) Fiorella Lenzi, titolare di una quota di nominali Euro 2.000,00 (rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale); e (v) Elisabetta Pasinato, titolare di una quota di nominali Euro 2.000,00 (rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale).

(**) La categoria "altri azionisti" ricomprende, su base aggregata, le partecipazioni di tutti gli azionisti di BF che, alla data del presente Documento Informativo, non sono titolari di una partecipazione rilevante ai sensi dell'articolo 120 del TUF (i.e. non superiore al 5% del capitale sociale votante di BF, in considerazione dello *status* di PMI della Società).

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione

Alla luce di quanto previsto dall'Allegato 1 al Regolamento OPC, sussiste un rapporto di correlazione tra BF e la Conferente, in conseguenza del fatto che, alla data del presente Documento Informativo, il dottor Federico Vecchioni:

- (i) ricopre la carica di Amministratore Delegato di BF; e
- (ii) controlla la Conferente, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2359, primo comma, numero 1, del Codice Civile, in forza della titolarità di una partecipazione nella stessa pari al 71% del capitale sociale della Conferente.

Il dottor Federico Vecchioni è, inoltre, amministratore della Conferente in regime di amministrazione disgiuntiva con la dottoressa Elisabetta Pasinato, coniuge dell'Amministratore Delegato e titolare di una partecipazione nella Conferente rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale della stessa.

Tenuto conto di quanto sopra indicato, l'Aumento di Capitale in Natura, il Conferimento BF e la sottoscrizione dell'Accordo Quadro sono qualificabili come operazioni tra parti correlate e, in particolare, come operazioni “di minore rilevanza” ai sensi dell'articolo 3 del Regolamento OPC, in quanto l'Operazione: (i) in conseguenza del proprio valore, non rientra tra le “operazioni di importo esiguo” di cui all'articolo 1 della Procedura OPC (*i.e.* operazioni tra parti correlate il cui valore non supera l'importo di Euro 200.000); e (ii) non supera alcuno degli indici di rilevanza previsti all'Allegato 3 al Regolamento OPC ai fini della qualificazione di un'operazione con parti correlate come “operazioni di maggiore rilevanza”.⁽²⁾

Come anticipato nella Premessa, seppur l'Operazione non superi gli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 del Regolamento OPC, la Società ha ritenuto opportuno applicare, fin da principio e su base volontaria, i presidi e le regole previste per le “operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento OPC. In particolare, poiché nella fase iniziale di istruttoria dell'Operazione, non era possibile per BF individuare con ragionevole sicurezza il valore della stessa e, quindi, procedere ad una adeguata qualificazione della rilevanza della stessa ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC, il Consiglio di Amministrazione di BF, d'intesa col Comitato OPC, ha ritenuto preferibile applicare, in via prudenziale, fin da principio e su base volontaria, i maggiori presidi previsti per le “operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza” e, in particolare, di coinvolgere sin da subito il Comitato OPC nella fase istruttoria dell'Operazione.

Per maggiori dettagli sulla procedura espletata si rimanda a quanto indicato nel successivo Paragrafo 2.8.

Quanto alla composizione del Consiglio di Amministrazione di BF e ai conflitti di interesse si rimanda al precedente Paragrafo 1.1.

⁽²⁾ Ai sensi dell'Allegato 3 al Regolamento OPC, sono di maggiore rilevanza le operazioni tra parti correlate in cui almeno uno dei seguenti indici di rilevanza risulti superiore alla soglia del 5%: (a) indice di rilevanza del controvalore (*i.e.* il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società ovvero, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato); (b) l'indice di rilevanza dell'attivo (*i.e.* il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione, tratti dal più recente stato patrimoniale, e il totale attivo della società, tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società); e (c) l'indice di rilevanza delle passività (*i.e.* il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società, tratti dal più recente stato patrimoniale).

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per BF dell'Operazione, nonché della sottoscrizione dell'Accordo Quadro

Come indicato nel precedente Paragrafo 2.1, BF, per effetto dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e della liberazione dello stesso mediante il Conferimento BF, acquisirà la Partecipazione NewCo e, quindi, indirettamente l'Azienda alla stessa facente capo e di interesse per la Società. Il Consiglio di Amministrazione di BF ha ritenuto che il Conferimento BF rappresentasse la modalità preferibile e più efficiente, per la Società, per acquisire l'Azienda in considerazione delle seguenti circostanze:

- BF è una società *holding* che svolge primariamente attività di direzione e di erogazione di servizi amministrativo-gestionali alle altre società del gruppo BF e, pertanto, non esercita direttamente attività agro-industriale. In coerenza con lo *status* di *holding* di BF, il perfezionamento del Conferimento BF consentirà a BF di acquisire la Partecipazione NewCo e non, invece, direttamente l'Azienda;
- l'operazione consentirà a BF di acquisire la Partecipazione NewCo senza alcun esborso in denaro, in quanto il "*corrispettivo*" sarà rappresentato da azioni ordinarie BF di nuova emissione (c.d. "*operazione carta contro carta*"). Questa struttura è stata ritenuta ottimale, sotto il profilo finanziario per la Società.

Il Consiglio di Amministrazione di BF ritiene, inoltre, che l'acquisizione dell'Azienda da attuarsi, indirettamente, attraverso l'Aumento di Capitale in Natura e la conseguente integrazione nel perimetro del gruppo BF delle attività agricole e agrituristiche esercitate per il tramite dell'Azienda, abbia valenza strategica e industriale. Tale operazione, infatti, risulta coerente con le linee strategiche del gruppo BF, come esplicitate nell'attuale piano industriale di gruppo come nel seguito descritto.

Al riguardo, in particolare, si sottolinea come la Società stia progressivamente ridefinendo le modalità attuative della strategia di recupero e valorizzazione del patrimonio immobiliare del gruppo BF presente nella regione Toscana, concentrato attualmente nella società controllata Leopoldine S.p.A. (la c.d. "*strategia emergente*"). La Società ha previsto che i progetti di recupero architettonico e di valorizzazione del patrimonio immobiliare del gruppo BF, attualmente allo studio, potrebbero essere più proficuamente strumentali allo sfruttamento economico mediante la destinazione degli immobili stessi ad attività agrituristica e di *hospitality*, da realizzarsi anche in *partnership* con società che vantano una lunga e consolidata esperienza nel settore.

Alla luce di quanto sopra illustrato, si precisa che l'Azienda oggetto, sia pure indiretto, del Conferimento BF svolge due differenti tipologie di attività, la cui integrazione nel gruppo BF risulta pertanto di interesse alla luce di diverse considerazioni:

- (i) quanto all'attività agricola, svolta su una superficie complessiva di 308,3 ettari e costituita principalmente dalla produzione e commercializzazione di olio extra-vergine d'oliva (col marchio di origine "*Olio Toscano IGP*"), essa risulta pienamente coerente con il *business* caratteristico del gruppo BF, nonché con le linee strategiche previste dall'attuale piano industriale e, ove integrata all'interno del gruppo BF, comporterebbe per il gruppo un'espansione nel settore della produzione e commercializzazione dell'olio extra-vergine di oliva grazie all'acquisizione di complessivi 78,9 ettari di terreni siti a Massa Marittima (Grosseto)

destinati a uliveto, di cui 10 ettari con nuovo impianto intensivo. L'Azienda conduce, inoltre, in affitto ulteriori 25 ettari di uliveto; e

- (ii) con riferimento all'attività agrituristica e di *hospitality*, esercitata per il tramite di una struttura ricettiva, con una capacità di numero 103 posti letto, sita nel comune di Massa Marittima (Grosseto), recentemente rinnovata e articolata in numero 6 nuclei poderali, dotata di palestre, sala congressi, piscina, sala ristorante e altri servizi, secondo la logica del c.d. "*albergo diffuso*", essa risulta comunque coerente con la predetta "*strategia emergente*" in fase di sviluppo da parte del gruppo BF in ambito immobiliare.

In particolare, secondo le valutazioni condotte dal Consiglio di Amministrazione di BF, l'acquisizione dell'Azienda da attuarsi, indirettamente, per effetto dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e della conseguente integrazione nel perimetro del gruppo BF delle attività agricole e agrituristiche esercitate per il tramite dell'Azienda, potrà generare vantaggi e sinergie a livello sia di contenimento dei costi sia di crescita dei ricavi, promozione del *business* e valorizzazione dei *brand* della filiera agro-alimentare del gruppo BF. Si illustrano di seguito i principali vantaggi e sinergie attesi dall'Operazione:

- (i) vantaggi e sinergie derivanti dall'integrazione tra l'attività agricola del gruppo BF e l'attività agricola esercitata per il tramite dell'Azienda, qualificata dalla produzione di olio d'oliva:
 - (a) realizzazione di sinergie commerciali, specificatamente nell'ambito di politiche di offerta, stante la strategia, già in fase di esecuzione, di differenziazione con prodotti di filiera italiana al 100% e di *branding* del gruppo BF;
 - (b) potenziamento della capacità competitiva, dispiegabile in un mercato, soprattutto quello internazionale, dove vengono riconosciuti importanti margini se il prodotto "olio italiano" offerto è garantito da certificazioni di filiera;
 - (c) conseguimento della dimensione ottimale minima per impianti e attività che consentirebbe la realizzazione di economie di scala e capacità di accesso a nuove modalità operative e di gestione, necessarie per competere sui mercati globali;
 - (d) anticipazione della tempistica prevista per il prospettato *go to market* del gruppo BF nel settore della produzione e commercializzazione dell'olio extra-vergine d'oliva 100% italiano (posto che l'attuale stato degli *asset* olivicoli del gruppo BF consentirebbe un *go to market* solo a partire dal periodo 2022-2023);
- (ii) vantaggi e sinergie tra l'attività agricola e (in prospettiva) agrituristica del gruppo BF e l'attività agrituristica esercitata per il tramite dell'Azienda:
 - (a) sviluppo della c.d. *brand essence* del marchio mediante il quale sono commercializzati i prodotti agro-alimentari del gruppo BF (i.e. "*Le Stagioni d'Italia*"), con conseguenti effetti positivi in termini di pubblicizzazione dei prodotti e servizi offerti dalle società del gruppo BF;
 - (b) creazione di un efficace sistema di *cross-selling*, con conseguenti effetti positivi in termini di sviluppo del *business* e crescita dei ricavi del gruppo BF;
 - (c) raggiungimento di un livello dimensionale nel settore dell'*hospitality* tale da consentire

l'interlocuzione con grandi catene alberghiere internazionali di primario *standing* interessate nella gestione operativa e commerciale di *resort* attraenti per la clientela europea e nord-americana, quali quelli siti nel territorio della regione Toscana;

- (d) sviluppo di sinergie commerciali e operative tra le varie strutture agrituristiche, con conseguenti economie di scala nel *marketing* e nella gestione del personale, tenuto conto anche della differente stagionalità, marcatamente estiva per l'attività agriturbistica della Conferente, tenuto vista la vicinanza al mare, e, invece, potenzialmente intermedia per la prospettata attività agriturbistica del gruppo BF.

Come già esposto in precedenza, nello svolgimento di tali valutazioni il Consiglio di Amministrazione di BF è stato supportato dello Studio Carnà, in qualità di *advisor* industriale terzo e indipendente, al quale la Società in data 6 marzo 2019, previa verifica del possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza ed indipendenza, ha conferito l'incarico di assistere il Consiglio di Amministrazione di BF, nonché il Comitato OPC, nella valutazione della integrabilità e coerenza del *business* dell'Azienda rispetto alle linee strategiche del gruppo BF nonché della sussistenza di eventuali rischi legati alla realizzazione dell'Operazione rispetto al piano industriale del gruppo BF.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo (complessivo ed unitario) dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità

2.4.1 Premessa

Come già esposto in precedenza, si ribadisce che il Consiglio di Amministrazione di BF ha effettuato le proprie analisi, valutazioni e considerazioni in ordine ai termini e alle condizioni dell'Aumento di Capitale in Natura e del Conferimento BF, principalmente e fra l'altro: (i) sulla base della relazione di stima riguardante l'Azienda, redatta dal professor Andrea Nasini ai sensi dell'articolo 2465 del Codice Civile ai fini del Conferimento NewCo; e (ii) con l'ausilio dei professori Silvano Corbella e Gabriele Villa nominati, in data 6 settembre 2019, quali *advisor* indipendenti a supporto delle determinazioni in merito alla fissazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni.

2.4.2 Valore attribuito all'Azienda oggetto del Conferimento NewCo

La Conferente ha incaricato il professor Andrea Nasini di predisporre la relazione giurata avente ad oggetto l'Azienda di cui all'articolo 2465 del Codice Civile ai fini del Conferimento NewCo.

Tale relazione è stata messa a disposizione di BF da parte della Conferente in data 6 novembre 2019 e, da essa, risulta un valore dell'Azienda pari a Euro 10.700.000, che si riduce a Euro 9.300.000 se si considera che alcuni beni sono oggi gravati da ipoteca a garanzia di un mutuo bancario. Tuttavia, la cancellazione di tale ipoteca è condizione per effettuare l'operazione, di modo che l'ipoteca non sia trasferita a NewCo nell'ambito dell'Azienda.³

Ai sensi dell'Accordo Quadro, in seguito al Conferimento NewCo, l'organo amministrativo di NewCo

³ Alla data della presente relazione la relazione del professor Nasini non è stata asseverata.

avrà l'obbligo – applicando, su base volontaria, i criteri previsti dall'articolo 2343-*quater* del Codice Civile – di vagliare le valutazioni dell'Azienda contenute nella relazione e di comunicarne prontamente gli esiti a BF.

Inoltre, ai fini del Conferimento BF per la liberazione dell'Aumento di Capitale in Natura, la Conferente ha incaricato sempre il professor Andrea Nasini quale esperto indipendente per la relazione di stima riguardante la Partecipazione NewCo, ai sensi dell'articolo 2343-*ter*, secondo comma, lettera b), del Codice Civile.

Ai sensi dell'articolo 2440, comma quinto, del Codice Civile, entro il termine di 30 giorni decorrenti dalla data di esecuzione del Conferimento BF ovvero, se successiva, dalla data di iscrizione della deliberazione dell'Aumento di Capitale in Natura presso il Registro delle Imprese di Ferrara, il Consiglio di Amministrazione di BF sarà chiamato a svolgere le verifiche di cui agli articoli 2343-*quater*, primo comma, e 2440, quinto comma, del Codice Civile, nonché le ulteriori verifiche utili per il rilascio della dichiarazione di cui all'articolo 2343-*quater*, terzo comma, del Codice Civile.

Tale dichiarazione – da depositarsi presso il Registro delle Imprese di Ferrara entro il medesimo termine di 30 giorni di cui sopra – dovrà contenere, in particolare: (i) la descrizione dei beni conferiti per i quali non si è fatto luogo alla relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, del Codice Civile, se del caso; (ii) il valore ad essi attribuito, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (iii) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (iv) la dichiarazione che non sono intervenuti fatti eccezionali o rilevanti che incidono sulla valutazione dell'esperto indipendente di cui all'articolo 2343-*ter*, secondo comma, lettera b), del Codice Civile; e (v) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e di indipendenza del suddetto esperto indipendente.

2.4.3 Criteri per la determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni

(a) Premessa

Ai fini della determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni, il Consiglio di Amministrazione di BF ha condiviso e fatto proprie le considerazioni e le risultanze contenute nella *fairness opinion* dei professori Corbella e Villa. In particolar modo, il Consiglio è pervenuto alla determinazione del prezzo unitario di emissione condividendo le metodologie impiegate ed illustrate in tale *fairness opinion*.

In via preliminare, si è dato rilievo al fatto che l'operazione disciplinata dall'Accordo Quadro – per quanto assuma la forma tecnico-giuridica di un conferimento – sotto il profilo sostanziale determini gli effetti di una operazione di acquisizione da parte di BF di una partecipazione (*i.e.* la Partecipazione NewCo) in cui il corrispettivo dovuto al cedente, *rectius* conferente, è costituito da un mezzo di regolamento dello scambio equivalente al denaro, rappresentato, nel caso di specie, da azioni quotate in un mercato regolamentato (*i.e.* le Nuove Azioni). In altri termini, l'operazione si sostanzia in un'acquisizione regolata mediante uno strumento c.d. “*cash equivalent*” (le azioni quotate di BF).

Inoltre, il valore economico del bene conferito (*i.e.* la Partecipazione NewCo) assume peso marginale rispetto al valore economico della Società, con la conseguenza che, nell'economia complessiva dell'Operazione, l'aumento di capitale sociale che BF dovrà effettuare a fronte del Conferimento BF

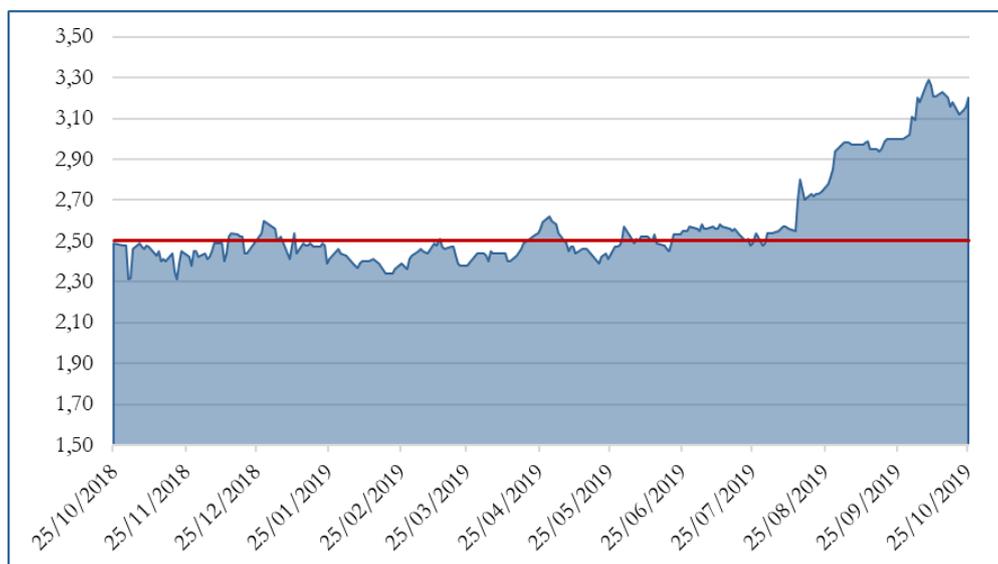
(e, con esso, la quota di partecipazione che la Conferente andrà a detenere nel capitale sociale di BF) corrisponderà a una quota-parte limitata del capitale sociale complessivo di BF.

In tale ottica, il primo parametro assunto a riferimento della stima ricercata è rappresentato dalla quotazione delle azioni di BF ritenendo che il prezzo di negoziazione dell'azione esprima l'ammontare di denaro corrisposto tramite azioni. Il valore di BF, pertanto, è stato prioritariamente determinato sul fondamento della quotazione di Borsa delle azioni della Società. In coerenza con il disposto normativo di cui all'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai sensi del quale la determinazione del prezzo delle azioni emesse al servizio di un aumento di capitale sociale con esclusione (o limitazione) del diritto di opzione (come è l'Aumento di Capitale in Natura) deve essere fatta "***in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre***", è stato effettuato un ulteriore riscontro della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni prendendo a riferimento il multiplo *Price/Book Value*.

La quotazione di Borsa di B.F. S.p.A.

Sino ad agosto 2019 la quotazione di Borsa delle azioni di BF si è sempre attestata nell'intorno di 2,5 Euro, e solo negli ultimi mesi (a partire da agosto 2019) il prezzo del titolo è cresciuto progressivamente (v. Grafico n° 1).

Grafico n° 1 – La quotazione di borsa delle azioni di BF dal 25 ottobre 2018 al 25 ottobre 2019



La stima del valore di BF è stata effettuata assumendo a riferimento la media delle quotazioni di Borsa calcolata su orizzonti temporali differenziati (1, 3, 6 e 12 mesi), muovendo a ritroso dal 25 ottobre 2019. Le medie sono state ponderate per il volume degli scambi intervenuti in corrispondenza del singolo prezzo quotato nel corso della giornata di Borsa (fonte Bloomberg), al fine di mitigare gli effetti relativi ai ridotti volumi scambiati del titolo di BF.

La tabella che segue riporta la quotazione di Borsa delle azioni di BF puntuale alla data del 25 ottobre 2019 e le quotazioni di Borsa medie ponderate negli intervalli temporali considerati.

Tabella n° 1 – La quotazione di Borsa delle azioni di BF (Valori in euro) ⁽⁴⁾

	Quotazione azione BF
Quotazione 25/10/2019	3,20
Media ponderata 1 mese	3,18
Media ponderata 3 mesi	3,03
Media ponderata 6 mesi	2,69
Media ponderata 12 mesi	2,66

L'impiego di un valore medio in luogo di uno puntuale consente di stemperare gli effetti distorsivi derivanti dalla volatilità della quotazione del titolo. Nel quadro delle medie calcolate, avuto riguardo alla prassi italiana, si è ritenuto significativo il riferimento a un orizzonte temporale di 6 mesi che “segna” un prezzo di Euro 2,69. Tale dato medio è coerente con il disposto normativo di cui all'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai sensi del quale la determinazione del prezzo delle azioni emesse al servizio di un aumento di capitale sociale con esclusione (o limitazione) del diritto di opzione (come è l'Aumento di Capitale in Natura) deve essere fatta “*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle **quotazioni nell'ultimo semestre***”.

L'arco temporale preso in esame è altresì coerente con la disciplina del recesso che, pure, assume a riferimento un orizzonte di 6 mesi: l'articolo 2437-ter, terzo comma, del Codice Civile stabilisce che: “*il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei **sei mesi** che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*”.

Si è perciò ritenuto che il prezzo di Euro 2,69 – espresso dalla media ponderata a 6 mesi delle quotazioni di Borsa delle azioni di BF – configuri un primo riferimento utile ai fini dell'espressione del giudizio di congruità.

⁽⁴⁾ Le quotazioni sono state altresì aggiornate, in vista della riunione consiliare del 13 novembre 2019, analizzandole a ritroso a decorrere dall'8 novembre 2019. Sono stati rilevati i seguenti dati di sintesi (mediati e ponderati):

	Quotazione azione BF
Quotazione 8/11/2019	3,18
Media ponderata 1 mese	3,17
Media ponderata 3 mesi	3,07
Media ponderata 6 mesi	2,73
Media ponderata 12 mesi	2,70

Tali i dati non hanno evidenziato scostamenti significativi rispetto alle risultanze assunte a riferimento delle valutazioni riportate nel testo e non sono stati ritenuti tali, quindi, da richiedere una revisione delle considerazioni svolte.

Si è poi considerato che le Nuove Azioni da assegnare alla Conferente si caratterizzeranno per la presenza di un vincolo di intrasferibilità, che le rende “diverse” dalle altre azioni ordinarie di BF in circolazione e che, per un periodo di tempo determinato, ne impedisce il trasferimento rendendole illiquide. In altri termini, le Nuove Azioni sono assimilabili a “*restricted shares*”, differenti, avuto riguardo al profilo della negoziabilità, rispetto alle azioni quotate sul mercato borsistico.

Come confermato da principi e ricerche in ambito aziendalistico, il “*lock-up*” che grava sulle Nuove Azioni influisce negativamente sul valore delle azioni stesse, rispetto al valore delle azioni di BF liberamente trasferibili e, quindi, prontamente liquidabili.

La clausola di *lock-up*, in particolare, giustifica il fatto che il prezzo di emissione delle Nuove Azioni si posizioni a un livello inferiore rispetto al dato espresso dalla quotazione di Borsa, e ciò in ragione di uno sconto per temporanea mancanza di negoziabilità.

Autorevoli riferimenti nel contesto nazionale contemplan la rilevanza di clausole inerenti vincoli di intrasferibilità – quale sicuramente si configura la clausola di *lock-up* della durata di ventiquattro mesi – nella determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, ed in particolare ciò trova riscontro nei PIV, là dove recitano che “*nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soc*”.⁽⁵⁾

L’entità dello sconto, nel caso dell’Aumento di Capitale in Natura, si colloca su livelli inferiori rispetto a quelli che emergono in dottrina e nella prassi internazionale (inclusi tra il 20% e il 40%).

(b) Il multiplo Price/Book Value di BF e il multiplo Price/Book Value di NewCo

Il multiplo *Price/Book Value* (P/BV) è stato selezionato in quanto ritenuto idoneo a esprimere, seppur nell’economia di un *business* in profonda evoluzione, la persistente valenza patrimoniale degli *asset* detenuti da BF (*in primis*, i terreni agricoli). Multipli alternativi, ancorati a misure di *performance* operative, non sono stati ritenuti in grado di “catturare” con la medesima efficacia il valore della dimensione patrimoniale del *business*. L’adozione del multiplo P/BV è altresì coerente con il disposto normativo di cui all’art. 2441, comma 6 c.c.: il prezzo di emissione – recita la norma – deve essere determinato “***in base al valore del patrimonio netto***, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre”.

In particolare, il multiplo P/BV di BF è stato costruito in una duplice versione: (i) sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni non vincolate (Euro 2,69) e (ii) sulla base del prezzo di emissione delle azioni vincolate (Euro 2,55).

Il multiplo P/BV di BF costruito sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni di BF non vincolate (Euro 2,69) è risultato pari a 1,11x.

Il multiplo P/BV di BF costruito sulla base del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF (Euro 2,55) è risultato pari a 1,05x.

Il confronto tra il multiplo P/BV di NewCo e il multiplo P/BV di BF è stato reputato significativo in quanto la determinazione del prezzo di emissione presuppone un confronto tra il valore della

⁽⁵⁾ Principi Italiani di Valutazione 2015, § IV.3.

Partecipazione NewCo e il prezzo di emissione delle Nuove Azioni, ovvero l'identificazione di un "rapporto di cambio" fondato su stime afferenti entità diverse (NewCo e BF), da effettuarsi, nei limiti del possibile, con logiche valutative omogenee.

Il multiplo P/BV implicito nel valore della Partecipazione NewCo oggetto di conferimento è risultato pari a 0,90x.

I dati esposti evidenziano come il multiplo P/BV di BF – sia esso costruito sulla base del prezzo di Euro 2,69 ovvero sulla base del prezzo di Euro 2,55 – e il multiplo P/BV di NewCo non presentino scostamenti significativi e, in ogni caso, il fatto che il multiplo di BF si posizioni su livelli più elevati va comunque a tutela degli azionisti e del mercato della Società perché a multipli più elevati corrisponde un minor numero di azioni emesse a servizio del conferimento.

(c) Il multiplo Price/Book Value di un campione di società comparabili

Ai fini della verifica della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni si è proceduto altresì a confrontare il multiplo P/BV di BF, costruito sulla base delle due alternative sopra richiamate, con il multiplo P/BV di un campione di società comparabili con BF.⁽⁶⁾

L'analisi del multiplo P/BV di società comparabili ha assunto a riferimento due campioni:

- un primo campione c.d. "ristretto" si compone di società comparabili desunte, in modo ragionato, da precedenti studi condotti sulla Società (il "**Campione Ristretto**");
- un secondo campione c.d. "allargato" si compone delle medesime società del Campione Ristretto, a cui sono state affiancate alcune società selezionate sulla base delle indicazioni fornite dal *database* Bloomberg (il "**Campione Allargato**").

Le tabelle che seguono riportano i multipli P/BV e il multiplo P/BV medio e mediano delle società comparabili appartenenti al Campione Ristretto (Tabella n° 2) e al Campione Allargato (Tabella n° 3).

⁽⁶⁾ La versione con il numeratore calcolato a Euro 2,69 (ovvero al lordo dello sconto per vincolo di negoziabilità) è maggiormente omogenea rispetto ai multipli delle società comparabili giacché le azioni di queste ultime non "scontano" alcun effetto in forza di clausole di *lock-up*.

Tabella n° 2 – I multipli P/BV del Campione Ristretto (Valori in milioni di euro)

Società	Capitalizzazione (P) 25/10/2019	Book Value (BV) ultimo disponibile	P/BV
Adecoagro S.A.	645,58	969,24	0,67x
ForFarmers N.V.	573,81	409,24	1,40x
Alico Inc.	214,02	144,23	1,48x
Wynnstay Group P.L.C.	63,76	108,10	0,59x
Archer-Daniels-Midland Co.	20.626,25	16.687,21	1,24x
GrainCorp Ltd.	1.044,54	1.171,03	0,89x
Media			1,04x
Mediana			1,06x
Valore minimo			0,59x
Valore massimo			1,48x

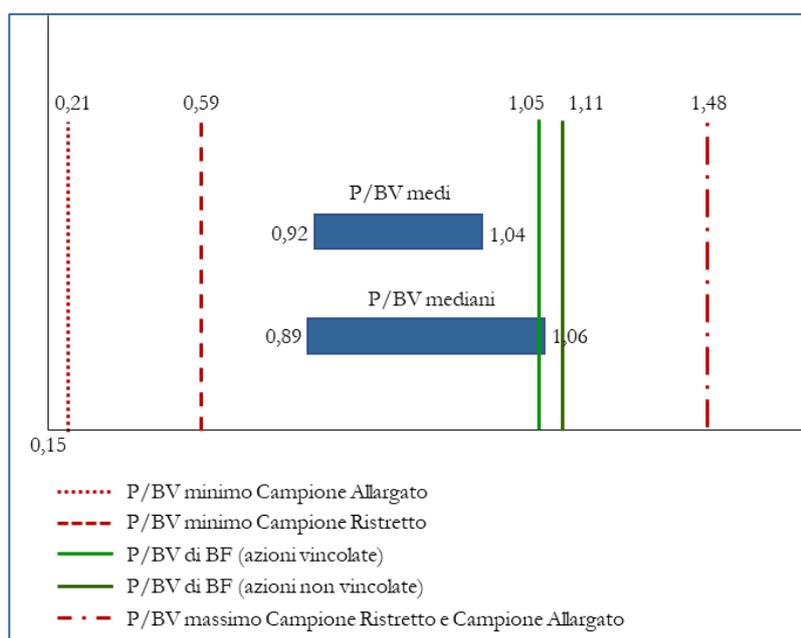
Tabella n° 3 – I multipli P/BV del Campione Allargato (Valori in milioni di euro)

Società	Capitalizzazione (P) 25/10/2019	Book Value (BV) ultimo disponibile	P/BV
Adecoagro S.A.	645,58	969,24	0,67x
ForFarmers N.V.	573,81	409,24	1,40x
Alico Inc.	214,02	144,23	1,48x
Wynnstay Group P.L.C.	63,76	108,10	0,59x
Archer-Daniels-Midland Co.	20.626,25	16.687,21	1,24x
GrainCorp Ltd.	1.044,54	1.171,03	0,89x
FirstFarms A/S	57,31	50,61	1,13x
Camellia P.L.C.	290,92	447,94	0,65x
AgroGeneration	10,55	50,33	0,21x
Media			0,92x
Mediana			0,89x
Valore minimo			0,21x
Valore massimo			1,48x

Le risultanze desunte da entrambi i campioni confortano la congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni: il multiplo P/BV di BF – sia esso costruito sulla base del prezzo di Euro 2,69 (1,11x) o sulla base del prezzo di Euro 2,55 (1,05x) – si posiziona entro i limiti minimo e massimo di entrambi i campioni e risulta ragionevolmente allineato ai valori medio e mediano dei campioni stessi. In particolare, il multiplo di BF costruito sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni di BF “non vincolate” (Euro 2,69) – più coerente con i multipli delle società comparabili, costruiti anch’essi muovendo dalla quotazione di azioni non vincolate – non è mai inferiore ai valori medio e mediano di entrambi i campioni; il che, di nuovo, va a tutela degli azionisti e del mercato nella misura in cui limita il numero delle azioni emesse a beneficio della Conferente.

Qualora, in luogo della capitalizzazione alla data del 25 ottobre 2019, fosse stata impiegata la capitalizzazione media calcolata su un orizzonte temporale più esteso, l’analisi del multiplo P/BV delle società comparabili avrebbe condotto a risultati allineati a quelli sopraesposti.

Grafico n° 2 – La congruità del prezzo di emissione apprezzata mediante il calcolo del multiplo P/BV



Alla luce delle risultanze dell'applicazione dei criteri di valutazione sopra descritti, come elaborati con il supporto degli *advisor* finanziari indipendenti, e tenuto conto della clausola di *lock-up* prevista nell'Accordo Quadro, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto congruo un prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni pari ad Euro 2,55.

2.4.4 Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni

Le conclusioni sopra riportate devono essere intese anche alla luce delle difficoltà nell'identificazione di *comparable* adeguati per BF (quanto a profilo dimensionale, localizzazione geografica e gamma di attività svolte). Le società prese in considerazione sono di norma di maggiori dimensioni, attive a livello mondiale che, a differenza di BF, operano esclusivamente nel settore agricolo e non (anche) in quello agro-industriale e del ciclo del seme. Pertanto, alla luce delle caratteristiche specifiche che caratterizzano ciascuna realtà, la comparabilità ricercata non può che essere parziale. Siffatto limite, peraltro, è sostanzialmente intrinseco nel metodo dei multipli che fa leva sui dati di mercato e non inficia, in ogni caso, le considerazioni fatte circa il rilievo – ai fini che qui interessano – della clausola di *lock-up*.

Vale inoltre precisare che ulteriori limiti e profili di attenzione emergono alla luce delle seguenti considerazioni: (i) la mancanza di un aggiornamento del piano economico-finanziario del gruppo BF rende più difficoltoso esprimere il valore fondamentale della Società; (ii) l'elevata volatilità del titolo BF registrata nell'ultimo periodo complica la "lettura" delle quotazioni di borsa ai fini di stimare il valore normale di mercato della Società.

Infine, dal momento che non sono stati pubblicati *analyst report* in data recente a copertura del titolo

di BF, si precisa che non è stato utilizzato come criterio di valutazione il metodo del cd. *target price*.

2.5 Determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni

In data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF – alla luce di quanto emerso dalle attività di valutazione come sopra descritte e tenuto conto della *fairness opinion* rilasciata dai propri *advisor*, i professori Silvano Corbella e Gabriele Villa – ha quindi determinato in via definitiva, previo parere favorevole del Comitato OPC, (i) il valore complessivo dell’Aumento di Capitale in Natura in Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 6.078.431,95 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; (ii) il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni, da sottoporre all’Assemblee degli azionisti di BF, in Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; e conseguentemente, (iii) l’emissione di complessive numero 3.921.569 nuove azioni ordinarie BF prive di indicazione del valore nominale, rappresentative di circa il 2,5% del capitale sociale attuale di BF.

In data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, in conformità con quanto previsto dall’articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile e dall’articolo 158, comma primo, del TUF, ha provveduto a comunicare la proposta di Aumento di Capitale in Natura alla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A., la quale emetterà il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF.

Il predetto parere di congruità verrà messo a disposizione del pubblico nei termini e con le modalità previste dalla disciplina applicabile.

2.6 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Operazione

Ad esito del perfezionamento dell’Operazione, BF acquisirà la Partecipazione NewCo e, pertanto, NewCo diventerà una società interamente controllata da BF, entrando a far parte del relativo gruppo. Alla luce di ciò, si illustrano di seguito i principali effetti economico, patrimoniali e finanziari su BF derivanti dall’Operazione.

Con riferimento al bilancio d’esercizio di BF, si segnala che l’Operazione comporterà un incremento di Euro 10 milioni della voce “*Partecipazioni*” e, corrispondentemente, del “*Patrimonio netto*”.

In relazione, invece, al bilancio consolidato del gruppo BF, l’Operazione comporterà il consolidamento di NewCo con il metodo integrale. In conseguenza di ciò, nel bilancio consolidato del gruppo BF ci si attende emerga una differenza negativa da annullamento della Partecipazione NewCo, di importo pari a circa Euro 0,7 milioni, ammontare corrispondente al maggior valore che si prevede assuma il patrimonio netto di NewCo alla data di acquisizione del controllo rispetto al valore di iscrizione della medesima Partecipazione NewCo, come sopra pari ad Euro 10 milioni. Tale differenza negativa di consolidamento verrà correttamente allocata in esito al processo di *purchase price allocation* previsto dal principio contabile internazionale IFRS 3.

Si segnala, inoltre, l’Operazione non si configura come operazione “*significativa*” ai sensi e per gli effetti

dell'articolo 70, comma sesto, del Regolamento Emittenti.

2.7 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di BF e/o di società da quest'ultima controllate

In conseguenza dell'Operazione non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di BF né di alcuna delle società dalla stessa controllate.

2.8 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di BF coinvolti nell'Operazione

Come illustrato precedentemente, è coinvolto nell'Operazione, quale parte correlata, il dottor Federico Vecchioni in quanto, al contempo, (i) Amministratore Delegato di BF; e (ii) soggetto controllante la Conferente, in forza della propria titolarità di una partecipazione nella Conferente rappresentativa del 71% del capitale sociale della stessa.

Il dottor Federico Vecchioni è, inoltre, amministratore della Conferente in regime di amministrazione disgiuntiva con la dottoressa Elisabetta Pasinato, coniuge dell'Amministratore Delegato e titolare di una partecipazione nella Conferente rappresentativa dello 0,06% del capitale sociale della stessa.

In conseguenza di ciò, il Consiglio di Amministrazione di BF ha conferito – anche ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391, comma primo, del Codice Civile – apposito mandato al Consigliere dottor Luigi Scordamaglia per lo svolgimento delle attività istruttorie e la conduzione delle trattative sulla base delle indicazioni di volta in volta formulate dal Consiglio di Amministrazione di BF, ferme restando in ogni caso le competenze dell'organo amministrativo della Società, con riferimento all'approvazione e alla realizzazione dell'Operazione, e gli obblighi di coinvolgimento del Comitato OPC ai sensi della Disciplina Applicata.

Alla luce di ciò, il dottor Federico Vecchioni non ha, inoltre, partecipato a discussioni e deliberazioni del Consiglio di Amministrazione di BF inerenti l'Operazione, fatta eccezione per numero 2 riunioni consiliari, cui ha preso parte su richiesta dei presenti, al solo fine di – e per il tempo strettamente necessario a – fornire chiarimenti sul *business* e le attività della Conferente nonché sulle prospettive di integrazione dell'Azienda nel gruppo BF.

Si rinvia in ogni caso a quanto già osservato nel precedente Paragrafo 1.1.

2.9 Descrizione della procedura di approvazione dell'Operazione

Anche tenuto conto della decisione della Società di attenersi, in via volontaria, alla Disciplina Applicata, si riporta di seguito una descrizione della procedura seguita dalla Società per l'approvazione dell'Operazione.

2.9.1 Attività del Comitato OPC

Il Comitato OPC è stato tempestivamente informato dell'Operazione a valle della riunione consiliare del 22 febbraio 2019, nel corso della quale sono stati preliminarmente esaminati la prospettata struttura e l'ambito dell'Operazione e, in conseguenza di ciò, sono state prontamente avviate le attività propedeutiche all'esame dell'Operazione.

Il Comitato OPC è stato informato, aggiornato e coinvolto nella fase istruttoria, volta alla definizione della struttura dell'Operazione, del perimetro dell'Azienda di interesse per BF e, quindi, oggetto del Conferimento NewCo, nonché in generale dei termini e condizioni dell'Accordo Quadro, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo.

Quanto alla valutazione dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione, come già esposto in precedenza, il Comitato OPC ha raccomandato il conferimento di un mandato ad un *advisor* industriale – individuato nello Studio Carnà – che potesse supportare il Consiglio di Amministrazione di BF, nonché il Comitato OPC stesso, in tale valutazione.

Infine, secondo quanto previsto dalla Procedura OPC, il Comitato OPC si è inoltre avvalso, ai fini dell'emissione del proprio motivato parere e, in particolare, per meglio valutare la congruità dei termini tecnici e condizioni dell'Operazione, della consulenza del professor Enrico Laghi, nominato quale *advisor* indipendente dello stesso.

Si segnala, in particolare, che, con riferimento all'Operazione, il Comitato OPC si è riunito otto volte:

- in data 26 febbraio 2019, per l'avvio delle attività propedeutiche all'esame dell'Operazione e per l'individuazione, all'interno del Comitato OPC, del Consigliere incaricato di affiancare negli aspetti operativi l'Amministratore incaricato dal Consiglio di Amministrazione Dottor Scordamaglia;
- in data 5 marzo 2019, per prendere atto dell'avvio dell'attività istruttoria, convenendo sull'opportunità di affidare ad un *advisor* industriale l'incarico di supportare il Consiglio di Amministrazione, nonché il Comitato OPC stesso, (i) nella verifica dell'integrabilità e della coerenza delle attività riferibili alla Conferente con le linee strategiche del piano industriale del gruppo BF e (ii) nell'individuazione degli eventuali rischi legati alla realizzazione dell'operazione rispetto al piano industriale del gruppo BF, al fine di valutare l'interesse al compimento dell'Operazione;
- in data 28 marzo 2019, congiuntamente con il Comitato CR, per l'esame dell'analisi svolte dallo Studio Carnà, in qualità di *advisor* industriale nominato dal Consiglio di Amministrazione di BF a supporto delle valutazioni proprie e del Comitato OPC, in merito alla integrabilità e coerenza, rispetto alle linee strategiche del gruppo BF, dell'Azienda nonché agli eventuali rischi per la Società legati alla realizzazione dell'Operazione rispetto al piano industriale del gruppo BF. In tale occasione il Comitato OPC ha riconosciuto la sussistenza di potenziali profili di interesse e possibili sinergie e ha espresso l'opportunità che la Società prosegua lo svolgimento delle attività istruttorie relative all'Operazione;
- in data 22 maggio 2019, congiuntamente con il Comitato CR, per ricevere alcune informazioni e chiarimenti riguardo all'ipotizzato perimetro dell'Azienda e alle possibili prospettive di integrazione con il gruppo BF, nonché l'illustrazione degli esiti preliminari della *due diligence*

finanziaria e fiscale. Il Comitato OPC ha, inoltre, espresso l'intenzione di avvalersi di un proprio *advisor* per l'esame degli aspetti economici dell'Operazione;

- in data 17 giugno 2019, per l'analisi degli esiti della *due diligence* finanziaria e fiscale nonché della *due diligence* legale e l'illustrazione degli impatti attesi dell'Operazione sul piano industriale del gruppo BF. Il Comitato OPC, inoltre, ad esito dell'esame delle proposte pervenute in relazione all'incarico di *advisor* indipendente del Comitato OPC per l'esame degli aspetti economico-finanziari dell'Operazione e previa verifica del possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza ed indipendenza, ha deliberato di conferire tale incarico al professor Enrico Laghi. Al riguardo il Comitato OPC ha verificato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse, richiedendo al professor Enrico Laghi l'indicazione delle eventuali relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie intercorse con BF e le relative parti correlate. In conseguenza di ciò il professor Enrico Laghi ha fornito una dichiarazione attestante l'insussistenza di situazioni o relazioni tali da comportare il venir meno della propria indipendenza ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate o che diano comunque luogo all'insorgere di conflitti di interesse in relazione all'attività da svolgere nel contesto dell'Operazione;
- in data 18 luglio 2019, congiuntamente con il Comitato CR, per l'esame dei risultati preliminari delle attività, sino ad allora, condotte in relazione alla valutazione dell'Azienda e alle ulteriori attività strumentali alla corretta individuazione del perimetro della stessa;
- in data 2 ottobre 2019, per un allineamento informativo con il proprio *advisor* indipendente professor Enrico Laghi;
- in data 28 ottobre 2019, per l'analisi, con l'ausilio del proprio *advisor*, dei termini e condizioni dell'Operazione preliminarmente definiti dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 25 ottobre 2019, nonché delle principali condizioni dell'Accordo Quadro. Il Comitato OPC, tenuto conto delle risultanze valutative cui è addivenuto il professor Enrico Laghi, delle valutazioni formulate dallo Studio Carnà sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione e di tutta la documentazione esaminata, ha rilasciato favorevole parere motivato concernente l'interesse della Società al compimento dell'Operazione e alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni, accluso al presente Documento Informativo.

2.9.2 Attività del Consiglio di Amministrazione di BF

Come già esposto in precedenza, in data 25 ottobre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, con il supporto delle valutazioni sino ad allora condotte dai professori Silvano Corbella e Gabriele Villa in merito ai termini e condizioni dell'Operazione, ha definito, in via preliminare e subordinatamente all'ottenimento del parere motivato vincolante da parte del Comitato OPC, i termini e condizioni dell'Aumento di Capitale in Natura ed in particolare il prezzo di emissione unitario delle Nuove Azioni.

In data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF, preso atto del motivato parere

favorevole del Comitato OPC, reso in data 28 ottobre 2019, e della versione finale della *fairness opinion* dei professori Silvano Corbella e Gabriele Villa, nonché tenuto conto delle conclusioni formulate dallo Studio Carnà sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, ha confermato la proposta di Aumento di Capitale in Natura e ha approvato l'Operazione e la sottoscrizione dell'Accordo Quadro. In particolare, alla richiamata adunanza del Consiglio di Amministrazione di BF hanno espresso voto favorevole i seguenti consiglieri presenti: Rossella Locatelli (Presidente), Vittorio Umberto Grilli (Amministratore indipendente), Andrea Bignami (Amministratore indipendente), Tiziana Olivieri (Amministratore indipendente), Gianluca Lelli (Amministratore indipendente), Gabriella Fantolino (Amministratore indipendente), Mario Colombo (Amministratore indipendente), Pierpaolo Di Stefano (Amministratore non esecutivo) e Luigi Scordamaglia (Amministratore non esecutivo).

Nel corso di entrambe le adunanze consiliari, il dottor Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di BF, ha dichiarato di essere portatore di un interesse per conto proprio ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2391 del Codice Civile e non ha preso parte né alla discussione né alla votazione.

2.10 Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma secondo, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni

La fattispecie descritta non è applicabile in relazione all'Operazione.

ALLEGATI

- Allegato A: *Fairness opinion* rilasciata dai professori Silvano Corbella e Gabriele Villa a favore del Consiglio di Amministrazione di BF sulla congruità dei termini e condizioni dell'Operazione, in particolare, del prezzo di emissione delle Nuove Azioni;
- Allegato B: Parere favorevole del Comitato OPC di BF cui è allegata la *fairness opinion* del professor Enrico Laghi sulla congruità dei termini e condizioni dell'Operazione;
- Allegato C: “*Parere professionale sul valore strategico dell'operazione Cicalino nella prospettiva di B.F. S.p.A.*” rilasciato dallo Studio Carnà a favore del Consiglio di Amministrazione di BF.

Prof. Silvano Corbella – Prof. Gabriele Villa

**PARERE IN MERITO ALLA CONGRUITÀ DEL PREZZO DELLE AZIONI DI B.F.
S.P.A. EMESSE AL SERVIZIO DELL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE RISER-
VATO A SOCIETÀ AGRICOLA TENUTA IL CICALINO S.R.L.**

4 novembre 2019

INDICE

1. L'INCARICO RICEVUTO.....	3
1.1 Oggetto e finalità del parere	3
1.2 La documentazione considerata	5
1.3 I limiti e le assunzioni sottesi al parere	6
2. IL VALORE DI B.F. S.p.A. ESPRESSO DALLE QUOTAZIONI DI BORSA	7
2.1 La sostanza economica dell'operazione	7
2.2 La quotazione di Borsa di B.F. S.p.A.....	8
3. LA CLAUSOLA DI LOCK-UP	9
4. LE ULTERIORI INDICAZIONI OFFERTE DAL MULTIPLO PRICE/BOOK VALUE	11
4.1 Il multiplo Price/Book Value di B.F. S.p.A. e il multiplo Price/Book Value della newco Cicalino Green Società Agricola S.p.A.....	11
4.3 Il multiplo Price/Book Value di un campione di società comparabili	12
5. CONCLUSIONI.....	15

1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 Oggetto e finalità del parere

B.F. S.p.A. (“**BF**”, la “**Società**” o la “**Conferitaria**”) è una *holding* quotata al Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana S.p.A. che “*svolge primariamente attività di direzione e servizi amministrativo-gestionali alle società del Gruppo*”¹ che alla stessa fa capo (il “**Gruppo BF**” o il “**Gruppo**”).

La compagine sociale di BF è così composta: *i*) Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde detiene il 23,63% del capitale sociale, *ii*) CDP Equity S.p.A. detiene il 21,49% del capitale sociale, *iii*) Dompé Holdings S.r.l. detiene l'11,82% del capitale sociale, e *iv*) Aurelia S.r.l., congiuntamente ad Autosped G S.p.A., detiene il 6,00% del capitale sociale. La restante quota, pari al 37,06% del capitale sociale, è detenuta dal mercato.

BF è stata costituita in data 30 maggio 2014 per l'acquisizione di Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per Imprese Agricole S.p.A. Società Agricola (“**Bonifiche Ferraresi**”). A seguito della citata acquisizione BF ha dato avvio alla creazione di un gruppo di imprese attive nel settore agro-industriale, attualmente composto dalle seguenti società:

- Bonifiche Ferraresi: attiva nella coltivazione di ortaggi e frutta commercializzati direttamente al cliente finale, nell'allevamento all'ingrasso di bovini e nella produzione di materie prime agricole cedute a BF Agro-Industriale S.p.A. (“**BF Agro-Industriale**”) per la produzione di prodotti alimentari confezionati;
- BF Agro-Industriale: attiva nell'acquisto, produzione e commercializzazione di prodotti alimentari destinati principalmente alla Grande Distribuzione Organizzata con marchi di proprietà del Gruppo e *private label*;
- Società Italiana Sementi S.p.A. (“**SIS**”): azienda *leader* nel settore delle sementi in Italia. SIS è attiva in tutte le fasi del ciclo del seme, dalla costituzione di nuove varietà e moltiplicazione delle sementi alla loro lavorazione e commercializzazione.

In data 25 ottobre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF (il “**CdA**”) ha approvato, in via preliminare e subordinatamente al parere favorevole del Comitato per le operazioni con parti correlate, successivamente emesso in data 28 ottobre 2019, la bozza di accordo (l’“**Accordo Quadro**”) con Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l. (“**Tenuta Il Cicalino**” o la “**Conferente**”) in forza del quale Tenuta Il Cicalino si è impegnata a conferire a BF la partecipazione totalitaria detenuta nella *newco* Cicalino Green Società Agricola S.r.l. (“**Newco**” o la “**Partecipazione**”), previo conferimento a Newco stessa di un ramo d'azienda afferente l'attività agricola, olivicola e agrituristica svolta da Tenuta Il Cicalino².

Secondo quanto deliberato in via preliminare dal CdA, a fronte del conferimento della Partecipazione, la Società emetterà n. 3.921.569 nuove azioni ordinarie (le “**Nuove Azioni**”

¹ Relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2019 di B.F. S.p.A, pag. 4.

² V. Accordo Quadro tra B.F. S.p.A. e Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l., Art. 2.

BF” o le “**Nuove Azioni**”) a servizio dell’aumento di capitale sociale a pagamento ai sensi dell’art. 2441, comma 4 c.c., riservato a Tenuta Il Cicalino per complessivi 10.000.000,95 euro, di cui 6.078.431,95 euro a titolo di sovrapprezzo. Conseguentemente, il prezzo di emissione unitario delle Nuove Azioni BF è stato fissato in 2,55 euro, di cui 1,00 euro a titolo di capitale e 1,55 euro a titolo di sovrapprezzo.

L’amministratore delegato di BF è socio di controllo di Tenuta Il Cicalino e, indirettamente, di Newco.

Contestualmente all’aumento di capitale sociale anzidetto, BF intende proporre all’Assemblea di effettuare un ulteriore aumento di capitale sociale a pagamento – con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’art. 2441, comma 5 c.c. – per complessivi massimi 45.000.000,00 di euro, da liberarsi in denaro, a un prezzo di emissione unitario delle azioni pari a 2,55 euro, coincidente con il prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF.

Nel quadro delineato, il CdA ha incaricato i sottoscritti Silvano Corbella – professore di economia aziendale presso l’Università degli Studi di Verona, dottore commercialista e revisore legale dei conti in Milano – e Gabriele Villa – professore di economia aziendale presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, dottore commercialista e revisore legale dei conti in Milano – di procedere alla redazione del presente parere di congruità finanziaria (il “**Parere**”) al fine di esprimere un giudizio in merito alla congruità di un prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF pari a 2,55 euro per azione.

Il Parere ha la finalità di offrire al CdA di BF un’opinione terza e indipendente ad ausilio delle libere e autonome determinazioni che il CdA stesso intenderà assumere in ordine alla proposta di aumento di capitale sociale di BF ai sensi dell’art. 2441, comma 4 c.c., riservato a Tenuta Il Cicalino. Il Parere non è previsto da alcuna norma di legge né da alcuna disposizione regolamentare. Esso rappresenta un elemento informativo che il CdA ha richiesto su basi volontarie a corredo del proprio processo decisionale. Ciò posto:

- il Parere è da ritenersi strettamente riservato e confidenziale e destinato esclusivamente al CdA;
- la Società potrà peraltro menzionare il Parere e riprenderne il contenuto nella Relazione illustrativa che gli Amministratori andranno a redigere ai sensi dell’art. 2441, comma 6 c.c. nonché dare diffusione al Parere nelle circostanze e nelle forme imposte dalla vigente regolamentazione.

Gli scriventi precisano: *i*) di non essere stati in alcun modo coinvolti nella “costruzione” dell’operazione; *ii*) di essere stati esclusivamente incaricati dal CdA della Società di esprimere un parere terzo e indipendente in merito alla congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF; *iii*) di non aver rivestito, sino alla data di redazione del presente Parere, alcun ruolo negli organi sociali di BF, né delle sue controllate; *iv*) di non aver reso, nel corso dell’ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore di BF, né delle sue controllate.

Da ultimo, gli scriventi dichiarano che, alla data di redazione del presente Parere, non sussistono relazioni economiche tra gli stessi e *i*) BF, *ii*) i soggetti che la controllano, le società

dalla stessa controllate o soggette a comune controllo e *iii*) gli amministratori delle società di cui *sub i*) e *ii*), che siano suscettibili di pregiudicare la loro indipendenza e autonomia di giudizio nella formulazione del Parere.

Il presente Parere tiene nella dovuta considerazione le indicazioni di cui ai Principi Italiani di Valutazione emanati nel 2015 (“**PIV 2015**” o “**PIV**”) dall’Organismo Italiano di Valutazione (l’“**OIV**”)³. In particolare, chi scrive ha considerato, se applicabili, i principi di cui alle sezioni *I – La rete concettuale di base (Conceptual Framework)*, *II – L’attività dell’esperto*, *III – Principi per specifiche attività*, *IV – Applicazioni particolari*. Al riguardo, quali ipotesi sottese al lavoro svolto, in questa sede è opportuno menzionare esplicitamente:

- che il presente Parere costituisce un “*Parere di congruità finanziaria (o fairness opinion)*” ai sensi del paragrafo III.1.5 dei PIV 2015;
- che la competenza professionale e i requisiti di chi scrive sono pienamente coerenti con le indicazioni di cui ai principi indicati nelle sottosezioni I.2 (la competenza professionale dell’esperto ed i principi di valutazione applicati), I.3 (i requisiti dell’esperto), I.4 (il lavoro svolto dall’esperto) dei PIV 2015;
- che il Parere è stato redatto in ossequio alle indicazioni di cui al paragrafo II.4.5 dei PIV 2015.

1.2 La documentazione considerata

Ai fini dell’espletamento dell’incarico gli scriventi hanno utilizzato la documentazione di seguito elencata:

- bilancio di esercizio e consolidato al 31 dicembre 2018 di B.F. S.p.A. e relazioni finanziarie semestrali di B.F. S.p.A. al 30 giugno 2018 e al 30 giugno 2019;
- la versione dell’Accordo Quadro approvata dal Consiglio di Amministrazione di B.F. S.p.A. in data 25 ottobre 2019;
- “*Relazione di stima del valore economico attribuibile al ramo d’azienda di proprietà della società agricola ai sensi dell’art. 2465 c²*” redatta dal Prof. Andrea Nasini in data 18 ottobre 2019;
- bozza della “*Valutazione del Ramo aziendale oggi facente parte della società agricola “Tenuta Il Cicalino S.r.l.” e oggetto di possibile conferimento in Cicalino Green Società Agricola S.r.l.*” redatta da EY Advisory S.p.A. in data 23 luglio 2019;
- piano industriale 2018-2020 del Gruppo B.F. S.p.A. approvato dal Consiglio di Amministrazione di B.F. S.p.A. nel mese di maggio 2018;
- *budget* 2019 del Gruppo B.F. S.p.A. approvato dal Consiglio di Amministrazione di B.F. S.p.A. nel mese di gennaio 2019;

³ I documenti predisposti dall’OIV non hanno alcun valore normativo o vincolante per gli estensori di relazioni di stima e pareri, ma, per le caratteristiche del *due process* che li contraddistingue, rappresentano riferimenti di *best practice* che è opportuno considerare in questa sede.

- *impairment test* dell'avviamento iscritto nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2018 di B.F. S.p.A. derivante dall'acquisizione della partecipazione in Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola redatto dal Prof. Marco Bigelli in data 28 febbraio 2019;
- *impairment test* dell'avviamento iscritto nel bilancio consolidato al 31 dicembre 2018 di B.F. S.p.A. derivante dall'acquisizione della partecipazione in Società Italiana Sementi S.p.A. redatto dal Prof. Marco Bigelli in data 15 aprile 2019;
- perizia di stima del valore di mercato alla data del 31 dicembre 2018 dei beni patrimoniali di proprietà di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola redatta da Praxi S.p.A. nel mese di gennaio 2019;
- bilancio di esercizio al 31 dicembre 2017 e al 31 dicembre 2018 di Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l.;
- piano industriale 2019-2024 di Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l.;
- prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni ordinarie di B.F. Holding S.p.A. e all'offerta pubblica di sottoscrizione finalizzata allo scambio tra le azioni ordinarie di B.F. Holding S.p.A. e le azioni di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola;
- *equity research report* relativo a B.F. S.p.A. redatto da Equita SIM S.p.A. e datato 16 ottobre 2018.

La documentazione indicata – insieme a ogni altro documento informativo ritenuto utile ai fini dell'esecuzione dell'incarico – è conservata presso lo studio di chi scrive.

1.3 I limiti e le assunzioni sottesi al parere

Il Parere deve essere interpretato alla luce dei limiti sottesi al lavoro svolto, di seguito brevemente illustrati.

- Il Parere ha la finalità esposta al precedente par. 1.1 ed è pertanto redatto esclusivamente in funzione della finalità indicata. I risultati conseguiti derivano da scelte di ordine metodologico funzionali al solo obiettivo dichiarato, sì che i risultati conseguiti non possono essere utilizzati per finalità diverse rispetto a quella espressamente specificata nel Parere.
- Le conclusioni a cui sono pervenuti gli scriventi si basano sulle valutazioni contenute nel Parere, considerate nel loro complesso. Il Parere, pertanto, deve essere apprezzato esclusivamente nella sua interezza e nessuna sua parte può essere impiegata separatamente.
- Nell'espletamento del mandato ricevuto, chi scrive ha fatto riferimento, per quanto possibile, a informazioni indipendenti e/o a informazioni verificate da soggetti istituzionalmente deputati al loro controllo. Là dove un riscontro indipendente non è risultato possibile, i dati e le informazioni trasmessi da BF sono stati utilizzati sul fondamento della loro veridicità, accuratezza e completezza.

- Chi scrive ha fatto affidamento sulla completezza dei dati e delle informazioni necessari per l'espressione del parere richiesto. In particolare, si è assunto che non vi siano fatti e/o circostanze non comunicati agli scriventi che avrebbero influito sulle conclusioni cui si è pervenuti.
- Le società comparabili considerate ai fini della stima evidenziano, rispetto a BF, differenze non marginali inerenti, in particolare, il profilo dimensionale, la localizzazione geografica e la gamma di attività svolte. In particolare, di norma si tratta di società di maggiori dimensioni attive a livello mondiale che, a differenza di BF, operano esclusivamente nel settore agricolo e non (anche) in quello agro-industriale e del ciclo del seme. Pertanto, alla luce delle caratteristiche specifiche che caratterizzano ciascuna realtà, la comparabilità ricercata non può che essere parziale. Siffatto limite, peraltro, è sostanzialmente intrinseco nel metodo dei multipli che fa leva sui dati di mercato.

2. IL VALORE DI B.F. S.P.A. ESPRESSO DALLE QUOTAZIONI DI BORSA

2.1 La sostanza economica dell'operazione

Il Parere richiesto impone di verificare che il prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF, pari a 2,55 euro per azione, sia congruo. Ai fini dell'espressione del giudizio di congruità, peraltro, è preliminarmente opportuno evidenziare quanto segue.

Come anticipato, l'operazione disciplinata dall'Accordo Quadro assume la *forma tecnico-giuridica di un conferimento*. Tuttavia, sotto il profilo sostanziale, l'operazione determina gli effetti di una *operazione di acquisizione* da parte di BF di una partecipazione (*i.e.* la Partecipazione in Newco) in cui il corrispettivo dovuto al cedente (*i.e.* Tenuta Il Cicalino) è costituito da un mezzo di regolamento dello scambio equivalente al denaro, rappresentato, nel caso di specie, da azioni quotate in un mercato regolamentato (*i.e.* le Nuove Azioni BF). In altri termini, l'operazione si sostanzia (a prescindere dalla forma tecnico-giuridica assunta) in un'acquisizione regolata mediante uno strumento cd. "*cash equivalents*" (le azioni quotate di BF).

La natura sostanziale di acquisizione trova conferma nel fatto che, pur in presenza di un titolo cd. "sottile" e di un ridotto grado di liquidità, le azioni di BF sono interessate da scambi sufficienti per configurare uno strumento finanziario negoziabile, dotato di un prezzo ragionevolmente significativo, convertibile in denaro e quindi idoneo a remunerare il cedente a fronte del trasferimento effettuato. Tale circostanza trova conferma nell'analisi della liquidità del titolo che è stata condotta provvedendo a determinare l'entità del capitale cd. flottante nonché considerando alcuni ulteriori indicatori.

A supporto di una corretto inquadramento dell'operazione, si evidenzia altresì che il valore economico del bene conferito (*i.e.* la Partecipazione detenuta da Tenuta Il Cicalino in Newco) assume peso marginale rispetto al valore economico della Conferitaria, con la conseguenza che, nell'economia complessiva dell'operazione, l'aumento di capitale sociale che

BF dovrà effettuare a fronte del conferimento (e, con esso, la quota di partecipazione che la Conferente andrà a detenere nel capitale sociale di BF) corrisponderà a una quota-parte limitata del capitale sociale complessivo della Conferitaria.

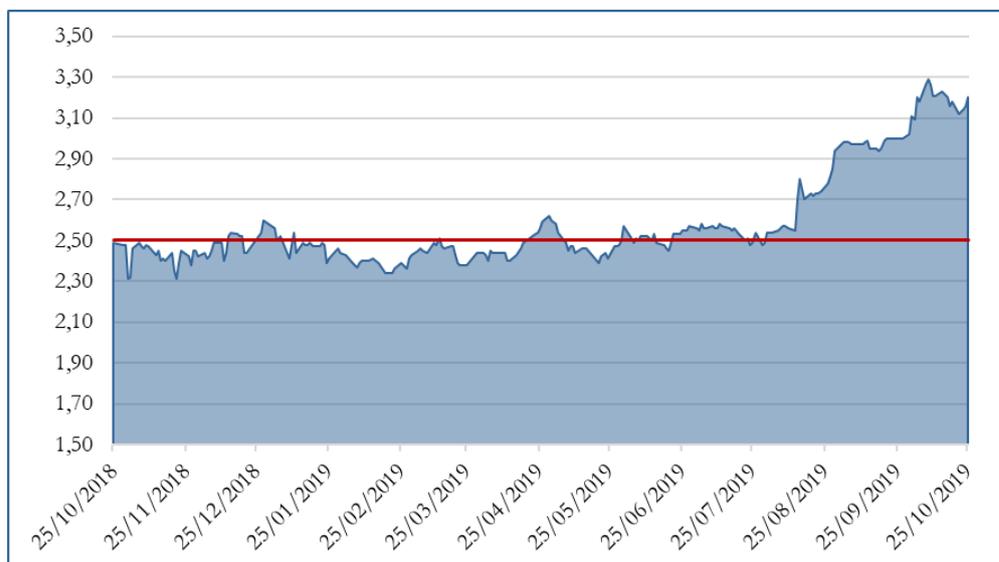
Sul fondamento dell'interpretazione prospettata, la stima del valore di BF deve essere orientata a determinare il congruo corrispettivo erogato in azioni “*cash equivalents*” a fronte della Partecipazione acquisita. In tale ottica, il primo e principale parametro da assumere a riferimento della stima ricercata è rappresentato dalla quotazione delle azioni di BF: il prezzo di negoziazione dell'azione esprime l'ammontare di denaro corrisposto tramite azioni. Il valore di BF, pertanto, è stato prioritariamente determinato sul fondamento della quotazione di Borsa delle azioni della Società.

2.2 La quotazione di Borsa di B.F. S.p.A.

Il metodo delle quotazioni di Borsa determina il valore economico del capitale d'impresa sulla base dei prezzi di mercato delle azioni della società quotate in un mercato regolamentato.

Sino ad agosto 2019 la quotazione di Borsa delle azioni di BF si è sempre attestata nell'intorno di 2,5 euro, e solo negli ultimi mesi (a partire da agosto 2019) il prezzo del titolo è cresciuto progressivamente (v. Grafico 1).

GRAFICO 1 – La quotazione di Borsa delle azioni di BF dal 25/10/2018 al 25/10/2019



Ai fini che qui rilevano, la stima del valore di BF è stata effettuata assumendo a riferimento la media delle quotazioni di Borsa calcolata su orizzonti temporali differenziati (1, 3, 6 e 12 mesi), muovendo a ritroso dal 25 ottobre 2019. Le medie sono state ponderate per il

volume degli scambi intervenuti in corrispondenza del singolo prezzo quotato nel corso della giornata di Borsa (fonte Bloomberg).

La tabella che segue riporta la quotazione di Borsa delle azioni di BF puntuale alla data del 25 ottobre 2019 e le quotazioni di Borsa medie ponderate negli intervalli temporali considerati.

TABELLA 1 – La quotazione di Borsa delle azioni di BF (Valori in euro)

	Quotazione azione BF
Quotazione 25/10/2019	3,20
Media ponderata 1 mese	3,18
Media ponderata 3 mesi	3,03
Media ponderata 6 mesi	2,69
Media ponderata 12 mesi	2,66

L'impiego di un valore medio in luogo di uno puntuale consente di stemperare gli effetti distorsivi derivanti dalla volatilità della quotazione del titolo. Nel quadro delle medie calcolate, avuto riguardo alla prassi italiana, si ritiene significativo il riferimento a un orizzonte temporale di 6 mesi che “segna” un prezzo di 2,69 euro. Tale dato medio è coerente con il disposto normativo di cui all'art. 2441, comma 6 c.c., preposto a disciplinare la determinazione del prezzo delle azioni emesse al servizio di un aumento di capitale sociale con esclusione (o limitazione) del diritto di opzione: il prezzo di emissione – recita la norma – deve essere determinato “*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle **quotazioni nell'ultimo semestre***”⁴. L'arco temporale qui privilegiato è altresì coerente con la disciplina del recesso che, pure, assume a riferimento un orizzonte di 6 mesi: l'art. 2437-ter, comma 3 c.c. stabilisce che “*il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei **sei mesi** che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*”⁵.

Sul fondamento di quanto esposto, si ritiene che il prezzo di 2,69 euro – espresso dalla media ponderata a 6 mesi delle quotazioni di Borsa delle azioni di BF – configuri un primo riferimento utile ai fini dell'espressione del giudizio di congruità ricercato.

3. LA CLAUSOLA DI LOCK-UP

Il prezzo di 2,69 euro, espresso dalla media ponderata a 6 mesi, deve essere interpretato alla luce delle clausole contrattuali che vincolano la circolazione delle Nuove Azioni BF.

⁴ Art. 2441, comma 6 c.c. (nostra evidenziazione).

⁵ Art. 2437-ter, comma 3 c.c. (nostra evidenziazione).

L'Accordo Quadro, infatti, prevede che Tenuta Il Cicalino si impegni, nei confronti di BF, a non effettuare, direttamente o indirettamente, alcun trasferimento delle Nuove Azioni BF sottoscritte a fronte del conferimento della Partecipazione per un periodo di 24 mesi decorrenti dalla data di assegnazione delle azioni stesse alla Conferente (salvi i trasferimenti a società controllate o soggette a comune controllo, fermo restando che la società trasferitaria sarà soggetta al medesimo vincolo di *lock-up*).⁶

Le Nuove Azioni BF assegnate a Tenuta Il Cicalino, dunque, si caratterizzano per la presenza di un vincolo di intrasferibilità contrattualmente previsto che le rende “diverse” dalle altre azioni ordinarie di BF in circolazione e che, per un periodo di tempo determinato, ne impedisce il trasferimento rendendole illiquide. In altri termini, le Nuove Azioni BF si configurano come “*restricted shares*”, differenti, avuto riguardo al profilo della negoziabilità, rispetto alle azioni quotate sul mercato borsistico.

Ciò posto, è evidente che la clausola cd. di “*lock-up*” che grava sulle Nuove Azioni BF sottoscritte dalla Conferente influisce negativamente sul valore delle azioni stesse, rispetto al valore delle azioni di BF liberamente trasferibili e, quindi, prontamente liquidabili. Il “contenuto di valore” della clausola trova evidenza, ad esempio, nel vincolo che essa impone a una eventuale “presa di beneficio” dei plusvalori che si potrebbero manifestare lungo l'orizzonte temporale di vigenza del *lock-up*. La rilevanza della clausola di *lock-up* che grava sulle azioni di nuova emissione emerge altresì:

- nei PIV, là dove recitano che “*nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soci*”⁷;
- nel Documento di Ricerca n. 221 redatto da Assirevi, là dove, seppur con riferimento a un diverso contesto normativo, segnala la possibilità di applicare “*sconti o premi sul prezzo di emissione*”⁸.

Sul fondamento di quanto esposto, la congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF pari a 2,55 euro deve essere valutata anche alla luce della clausola di *lock-up*. In particolare, la clausola giustifica il fatto che il prezzo di emissione delle azioni vincolate (*i.e.* le Nuove Azioni BF) si posizioni a un livello inferiore rispetto al dato espresso dalla quotazione di Borsa, e ciò in ragione di uno sconto per temporanea mancanza di negoziabilità.

Ciò posto, nel caso in esame l'entità dello sconto si colloca su livelli inferiori rispetto alle risultanze di taluni approfondimenti effettuati ai fini della quantificazione dell'effetto generato dal *lock-up*. In particolare, l'entità degli sconti assunti a riferimento in dottrina e nella prassi spesso varia in funzione della fonte considerata, ancorché l'ordine di grandezza sia tendenzialmente coerente tra le diverse fonti. Tali sconti di norma si collocano in un *range* del 20%-30% (Damodaran 2005) o del 25%-35% (Finnerty 2012) e il posizionamento all'interno del *range* è funzione della durata del vincolo e della volatilità del titolo. Inoltre, i risultati di

⁶ V. Accordo Quadro tra B.F. S.p.A. e Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l., Art. 11.

⁷ Principi Italiani di Valutazione 2015, paragrafo IV.3.

⁸ Assirevi, Documento di Ricerca n. 221, Giugno 2018, pag. 13.

diciotto studi statunitensi aventi per oggetto transazioni su *restricted shares* intervenute nel periodo 1966-2009 evidenziano l'applicazione di sconti molto consistenti, con il dato medio delle osservazioni di ciascuno studio prevalentemente posizionato sopra il 20% e sotto il 40% (McConaughy *et al.* 2018).

4. LE ULTERIORI INDICAZIONI OFFERTE DAL MULTIPLO PRICE/BOOK VALUE

4.1 Il multiplo Price/Book Value di B.F. S.p.A. e il multiplo Price/Book Value della newco Cicalino Green Società Agricola S.p.A.

Un ulteriore riscontro della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF può essere effettuato ponendo a confronto il multiplo *Price/Book Value* (P/BV) di BF con il multiplo P/BV implicito nel valore della Partecipazione in Newco oggetto di conferimento.

Come è noto, i multipli sono rapporti in grado di legare il prezzo di mercato di un titolo rappresentativo di una quota di capitale di una società con una grandezza aziendale ritenuta rilevante, rappresentata, nel caso di specie, dal patrimonio netto. Il multiplo P/BV è stato selezionato in quanto ritenuto idoneo a esprimere, seppur nell'economia di un *business* in profonda evoluzione, la persistente valenza patrimoniale degli *asset* detenuti da BF (*in primis*, i terreni agricoli). Multipli alternativi, ancorati a misure di *performance* operative, non sono in grado di "catturare" con la medesima efficacia il valore della dimensione patrimoniale del *business*. L'adozione del multiplo P/BV è altresì coerente con il disposto normativo di cui all'art. 2441, comma 6 c.c.: il prezzo di emissione – recita la norma – deve essere determinato "***in base al valore del patrimonio netto***, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"⁹.

Nel caso in esame, il multiplo P/BV di BF è stato costruito in una duplice versione: *i*) sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni non vincolate (2,69 euro) e *ii*) sulla base del prezzo di emissione delle azioni vincolate (2,55 euro).

Il multiplo P/BV di BF costruito sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni di BF non vincolate (2,69 euro) è pari a **1,11x**, dove:

- P ammonta a 410.743 euro e corrisponde al prodotto tra il prezzo di Borsa medio delle azioni non vincolate (2,69 euro) e il numero di azioni emesse della Società (152.692.456);
- BV, pari a 370.889 migliaia di euro, è il patrimonio netto di pertinenza della *holding* BF alla data del 30 giugno 2019.

Il multiplo P/BV di BF costruito sulla base del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF (2,55 euro) è pari a **1,05x**, dove:

⁹ Art. 2441, comma 6 c.c. (nostra evidenziazione).

- P ammonta a 389.366 migliaia di euro e corrisponde al prodotto tra il prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF (2,55 euro) e il numero di azioni della Società (152.692.456);
- BV, pari a 370.889 migliaia di euro, è il patrimonio netto di pertinenza della *holding* BF alla data del 30 giugno 2019.

Il confronto tra il multiplo P/BV di Newco e il multiplo P/BV di BF è significativo in quanto la determinazione del prezzo di emissione presuppone un confronto tra il valore della Partecipazione in Newco oggetto di conferimento e il prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF, ovvero l'identificazione di un "rapporto di cambio" fondato su stime afferenti entità diverse (Newco e BF), da effettuarsi, nei limiti del possibile, con logiche valutative omogenee.

Il multiplo P/BV implicito nel valore della Partecipazione in Newco oggetto di conferimento è pari a **0,90x**, dove:

- P ammonta a 10.000 migliaia di euro e corrisponde al valore economico assegnato alla Partecipazione in Newco oggetto di conferimento ovvero all'aumento di capitale sociale di BF riservato a Tenuta Il Cicalino;
- BV, pari a 11.132 migliaia di euro, è il patrimonio netto contabile del ramo d'azienda alla data del 30 settembre 2019, quale risultante dalla perizia di stima del ramo che Tenuta Il Cicalino conferirà a Newco (v. *supra* par. 1.1).

I dati esposti evidenziano come il multiplo P/BV di BF – sia esso costruito sulla base del prezzo di 2,69 euro ovvero sulla base del prezzo di 2,55 euro – e il multiplo P/BV di Newco non presentino scostamenti significativi e, in ogni caso, il fatto che il multiplo di BF si posizioni su livelli più elevati va comunque a tutela degli azionisti e del mercato della Società perché a multipli più elevati corrisponde un minor numero di azioni emesse a servizio del conferimento.

4.3 Il multiplo Price/Book Value di un campione di società comparabili

Ai fini della verifica della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF si è proceduto altresì a confrontare il multiplo P/BV di BF costruito sulla base delle due alternative sopra richiamate con il multiplo P/BV di un campione di società comparabili con BF. Ad evidenza, la versione con il numeratore calcolato a 2,69 euro (ovvero al lordo dello sconto per vincolo di negoziabilità) è maggiormente omogenea rispetto ai multipli delle società comparabili giacché le azioni di queste ultime non "scontano" alcun effetto in forza di clausole di *lock-up*.

L'analisi del multiplo P/BV di società comparabili ha assunto a riferimento due campioni:

- un primo campione cd. "ristretto" si compone di società comparabili desunte, in modo ragionato, da precedenti studi condotti sulla Società, inclusa la perizia predisposta in occasione dell'aumento di capitale del 2017 (il "**Campione Ristretto**");

- un secondo campione cd. “allargato” si compone delle medesime società del Campione Ristretto, a cui sono state affiancate alcune società selezionate sulla base delle indicazioni fornite dal *database* Bloomberg (il “**Campione Allargato**”).

I multipli P/BV delle società comparabili sono stati calcolati impiegando:

- al numeratore (P), la capitalizzazione di mercato delle società comparabili alla data del 25 ottobre 2019 (fonte Bloomberg)¹⁰;
- al denominatore (BV), il patrimonio netto di pertinenza della capogruppo alla data più recente disponibile (30 giugno 2019 ovvero, se non disponibile, 30 aprile 2019, 31 marzo 2019 o 31 dicembre 2018) (fonte Bloomberg).

Le tabelle che seguono riportano i multipli P/BV e il multiplo P/BV medio e mediano delle società comparabili appartenenti al Campione Ristretto (Tabella 2) e al Campione Allargato (Tabella 3).

TABELLA 2 – I multipli P/BV del Campione Ristretto (Valori in milioni di euro)

Società	Capitalizzazione (P) 25/10/2019	Book Value (BV) ultimo disponibile	P/BV
Adecoagro S.A.	645,58	969,24	0,67x
ForFarmers N.V.	573,81	409,24	1,40x
Alico Inc.	214,02	144,23	1,48x
Wynnstay Group P.L.C.	63,76	108,10	0,59x
Archer-Daniels-Midland Co.	20.626,25	16.687,21	1,24x
GrainCorp Ltd.	1.044,54	1.171,03	0,89x
Media			1,04x
Mediana			1,06x
Valore minimo			0,59x
Valore massimo			1,48x

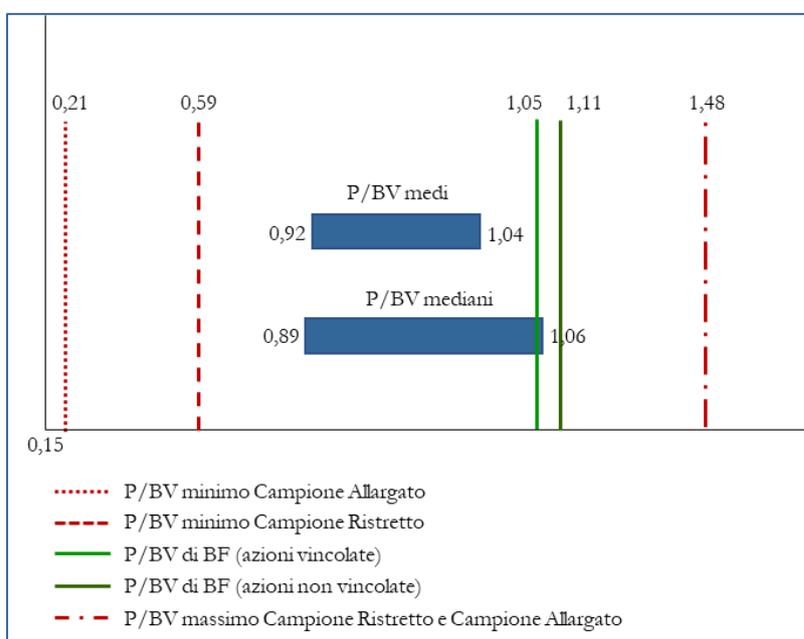
TABELLA 3 – I multipli P/BV del Campione Allargato (Valori in milioni di euro)

Società	Capitalizzazione (P) 25/10/2019	Book Value (BV) ultimo disponibile	P/BV
Adecoagro S.A.	645,58	969,24	0,67x
ForFarmers N.V.	573,81	409,24	1,40x
Alico Inc.	214,02	144,23	1,48x
Wynnstay Group P.L.C.	63,76	108,10	0,59x
Archer-Daniels-Midland Co.	20.626,25	16.687,21	1,24x
GrainCorp Ltd.	1.044,54	1.171,03	0,89x
FirstFarms A/S	57,31	50,61	1,13x
Camellia P.L.C.	290,92	447,94	0,65x
AgroGeneration	10,55	50,33	0,21x
Media			0,92x
Mediana			0,89x
Valore minimo			0,21x
Valore massimo			1,48x

¹⁰ Qualora fosse stata impiegata la capitalizzazione media calcolata su un orizzonte temporale più esteso (in luogo della capitalizzazione alla data del 25 ottobre 2019), l’analisi del multiplo P/BV delle società comparabili avrebbe condotto a risultati allineati a quelli esposti.

Le risultanze desunte da entrambi i campioni confortano la congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni BF: il multiplo P/BV di BF – sia esso costruito sulla base del prezzo di 2,69 euro (1,11x) o sulla base del prezzo di 2,55 euro (1,05x) – si posiziona entro i limiti minimo e massimo di entrambi i campioni e risulta ragionevolmente allineato ai valori medio e mediano dei campioni stessi. In particolare, il multiplo di BF costruito sulla base del prezzo di Borsa medio delle azioni di BF “non vincolate” (2,69 euro) – più coerente con i multipli delle società comparabili, costruiti anch’essi muovendo dalla quotazione di azioni non vincolate – non è mai inferiore ai valori medio e mediano di entrambi i campioni; il che, di nuovo, va a tutela degli azionisti e del mercato nella misura in cui limita il numero delle azioni emesse a beneficio della Conferente.

GRAFICO 2 – La congruità del prezzo di emissione apprezzata mediante il calcolo del multiplo P/BV



A complemento delle analisi effettuate, si ricorda che BF intende proporre all’Assemblea di effettuare, in parallelo all’aumento di capitale a servizio del conferimento di cui al presente Parere, un concomitante aumento di capitale in denaro. Le condizioni previste per il suddetto aumento prevedono un prezzo di 2,55 euro per azione e un *lock-up* di 12 mesi in capo ai sottoscrittori. La maggiore estensione dell’obbligo di *lock-up* in capo a Tenuta Il Cicalino, a parità di prezzo, trova giustificazione nel profilo “soggettivo” del conferente/sottoscrittore e, in particolare, nella esigenza di rafforzare la tutela degli azionisti e del mercato in presenza di una operazione posta in essere con una parte correlata.

5. CONCLUSIONI

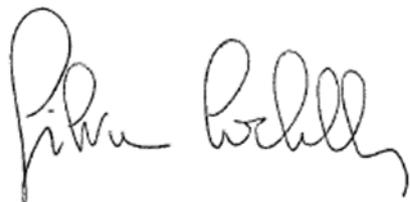
Sul fondamento delle risultanze delle analisi effettuate in merito a:

- l'andamento delle quotazioni delle azioni di BF,
- il multiplo P/BV implicito nel valore della Partecipazione conferita,
- il multiplo P/BV calcolato per i campioni di società comparabili,
- tenuto altresì conto della clausola di *lock-up* prevista nell'Accordo Quadro,

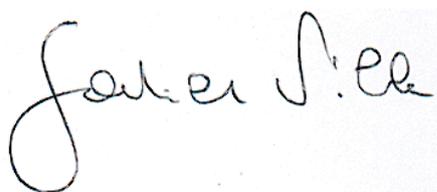
gli scriventi giudicano congruo il prezzo di 2,55 euro delle Nuove Azioni che BF andrà a emettere, a beneficio di Tenuta Il Cicalino, a servizio del conferimento della Partecipazione detenuta in Newco.

Milano 4 novembre 2019

Prof. Silvano Corbella



Prof. Gabriele Villa



Prof. Silvano Corbella
Prof. Gabriele Villa

Al Presidente del CdA
Prof.ssa Rossella Locatelli
BF S.p.A.

Via e-mail

Milano, 12 novembre 2019

Oggetto: PARERE IN MERITO ALLA CONGRUITÀ DEL PREZZO DELLE AZIONI DI B.F. S.p.A. EMESSE AL SERVIZIO DELL'AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE RISERVATO A SOCIETÀ AGRICOLA TENUTA IL CICALINO S.R.L.

Gentile Presidente,

diamo seguito al Parere in oggetto (“**Parere**”), trasmesso all’ufficio *Affari Societari e Governance di Gruppo* di BF S.p.A. in data 4 novembre 2019. Il Parere assume a riferimento, ai fini dell’espressione del giudizio di congruità richiesto, le quotazioni di borsa delle azioni BF S.p.A. rilevate a ritroso a decorrere dal 25 ottobre 2019, data ritenuta sufficientemente prossima alla data in cui è stato licenziato il Parere.

Peraltro, stante la convocazione per il 13 novembre p.v. del Consiglio di Amministrazione che andrà a deliberare in merito, riteniamo opportuno fornire un aggiornamento che dia conto dei corsi di Borsa del titolo BF S.p.A. successivi alla data assunta a riferimento nel Parere. In particolare, le quotazioni sono state analizzate a ritroso a decorrere dall’8 novembre 2019, rilevando i seguenti dati di sintesi (mediati e ponderati in base alla medesima metodologia indicata nel Parere):

	Quotazione azione BF
Quotazione 8/11/2019	3,18
Media ponderata 1 mese	3,17
Media ponderata 3 mesi	3,07
Media ponderata 6 mesi	2,73
Media ponderata 12 mesi	2,70

Sul fondamento dei risultati indicati in tabella, rileviamo come i dati non evidenzino scostamenti significativi rispetto alle risultanze assunte a riferimento nel Parere, tenuto altresì conto dell’entità dello sconto conseguente all’obbligo di *lock up* gravante sulle azioni di BF S.p.A. di nuova emissione (v. par. 3 del Parere).

Prof. Silvano Corbella
Prof. Gabriele Villa

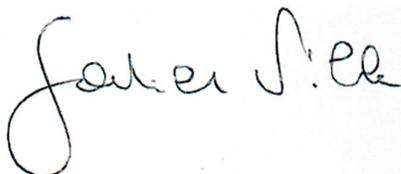
Muovendo da tale conclusione, non rileviamo elementi ostativi a confermare il giudizio di congruità espresso nel Parere, atteso oltretutto che, per quanto reso noto, non sono intervenuti ulteriori fatti di rilievo nel periodo intercorrente tra la data del Parere e la data della presente conferma.

Restando a disposizione per eventuali richieste di chiarimenti, porgiamo i nostri più cordiali saluti.

Silvano Corbella



Gabriele Villa



BF S.P.A.

Sede legale in Jolanda di Savoia (FE), via Cavicchini n. 2
Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Ferrara,
Codice Fiscale e Partita IVA 08677760962
Capitale sociale sottoscritto e versato pari a Euro 152.692.456,00

|BF S.p.A.

COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

PARERE AI SENSI DELL'ART. 8 DEL REGOLAMENTO RECANTE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE" ADOTTATO DA CONSOB CON DELIBERA N. 17221 DEL 12 MARZO 2010, RELATIVO ALL'OPERAZIONE DI AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE A PAGAMENTO DI B.F. S.P.A., CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO, DEL CODICE CIVILE, DA LIBERARSI MEDIANTE IL CONFERIMENTO, DA PARTE DI SOCIETÀ AGRICOLA TENUTA IL CICALINO S.R.L. E IN FAVORE DI BF S.P.A., DI UNA PARTECIPAZIONE RAPPRESENTATIVA DELL'INTERO CAPITALE SOCIALE DI CICALINO GREEN SOC. AGRICOLA S.R.L.

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “Comitato”) di B.F. S.p.A. (“BF” o la “Società”) esprime il proprio parere sull’operazione con parti correlate prospettata, come di seguito descritta, ai sensi dell’articolo 8 del “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate” adottato da CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il “Regolamento OPC”).

Ai fini della predisposizione del proprio parere, il Comitato ha ritenuto opportuno avvalersi del supporto, per quanto attiene alla congruità dei termini e condizioni dell’operazione, di un proprio consulente che, a seguito di un processo di selezione, è stato individuato nel Prof. Enrico Laghi (nominato in data 1 luglio 2019). A giudizio del Comitato - nonché sulla base delle dichiarazioni rese dal Prof. Laghi in merito alla insussistenza di situazioni o relazioni tali da comportare il venir meno della propria indipendenza ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate o che diano comunque luogo all’insorgere di conflitti di interesse in relazione all’attività da svolgere nel contesto dell’operazione - integra adeguati requisiti di professionalità, competenza, indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse ai fini dello svolgimento di tale incarico.

Con riferimento all’interesse della Società al compimento dell’operazione, il Comitato ed il Consiglio di Amministrazione di BF sono stati supportati dallo Studio Carnà, in qualità di *advisor* industriale terzo e indipendente. La Società in data 6 marzo 2019, previa verifica del possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza ed indipendenza, ha conferito l’incarico di assistere il Consiglio di Amministrazione di BF, nonché il Comitato, nella valutazione della integrabilità e coerenza dell’operazione rispetto alle linee strategiche del gruppo BF nonché della sussistenza di eventuali rischi legati alla realizzazione dell’operazione rispetto al piano industriale del gruppo BF.

1. DESCRIZIONE DELL’OPERAZIONE

L’operazione, sottoposta all’esame del Comitato, si riferisce al prospettato aumento del capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, per un controvalore complessivo di Euro 10.000.000,95, di cui Euro 3.921.569,00 a titolo di capitale ed Euro 6.078.431,95 a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi con emissione di n. 3.921.569 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare (le “Nuove Azioni”), a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1,00 da imputarsi a titolo di capitale ed Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo (l’“Aumento di Capitale in Natura”), da liberarsi mediante conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l. (la “Conferente”), di una partecipazione rappresentativa dell’intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l. (rispettivamente, la “Partecipazione NewCo” e “NewCo”), società il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla Conferente (il “Conferimento”, quest’ultimo e l’Aumento di Capitale in Natura, complessivamente considerati, l’“Operazione”).

Le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione dell'Operazione, nonché la relativa tempistica, le condizioni e modalità di esecuzione del Conferimento e dell'Aumento di Capitale in Natura sono disciplinate da un accordo quadro (l'"**Accordo Quadro**") di cui sono parti BF e la Conferente.

I termini e le condizioni dell'Operazione nonché le condizioni dell'Accordo Quadro sono stati definiti dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 25 ottobre 2019, in via preliminare e subordinatamente all'ottenimento del parere del Comitato che, si è deciso, su base volontaria, di ritenere vincolante.

L'Accordo Quadro prevede che la Conferente sia tenuta a svolgere tutte le attività necessarie affinché, entro 7 giorni lavorativi dalla data di sottoscrizione dell'Accordo Quadro, si perfezioni il conferimento ai sensi dell'articolo 2465 del Codice Civile, in favore della società interamente controllata NewCo, avente ad oggetto l'Azienda, la quale dovrà essere composta dai soli beni e rapporti giuridici strumentali allo svolgimento dell'attività agrituristica e/o agricola, con conseguente *carve-out* degli *asset* non strumentali allo svolgimento dell'attività agrituristica e/o agricola e, pertanto, privi di interesse per BF (il "**Conferimento NewCo**"). Del pari, BF è tenuta, ai sensi dell'Accordo Quadro, a far sì che l'Assemblea degli azionisti di BF sia convocata, in sede straordinaria, per deliberare sull'Aumento di Capitale in Natura e che, a valle di tale approvazione, la Conferente esegua il Conferimento a liberazione dello stesso.

L'Accordo Quadro, inoltre, prevede che l'obbligazione delle parti di procedere al Conferimento sia subordinata al verificarsi – comunque entro il perfezionamento del Conferimento salva la rinuncia di cui *infra* - di alcune condizioni sospensive, pattuite nell'esclusivo interesse di BF e, pertanto, rinunciabili in ogni momento, in tutto o in parte, dalla Società.

L'Accordo Quadro prevede, inoltre, che il perfezionamento dell'Aumento di Capitale in Natura sia risolutivamente condizionato al tempestivo rilasciato, da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., del parere di congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 del TUF nonché all'approvazione, da parte dell'Assemblea straordinaria di BF, dell'Aumento di Capitale in Natura.

È inoltre previsto che BF possa recedere dall'Accordo Quadro, senza pagamento di alcuna penale o indennizzo, qualora tra la data di sottoscrizione dello stesso e la data del Conferimento, per qualunque causa anche indipendente dalla volontà della Società, taluno degli immobili dell'Azienda sia significativamente danneggiato in modo tale che – a giudizio della Società – NewCo non sia in grado di esercitare regolarmente l'attività dell'Azienda.

La Conferente, ai sensi dell'Accordo Quadro, ha inoltre rilasciato, in favore di BF, dichiarazioni e garanzie usuali per tale tipologia di operazione che, in considerazione delle caratteristiche dell'Operazione, che sono state ritenute, a giudizio della Società, ragionevoli e in grado di gestire in modo appropriato i rischi ricollegabili alla stessa. Tali dichiarazioni e garanzie ineriscono, principalmente, l'Azienda ovvero i beni, mobili e immobili, i crediti, i debiti e i contratti – ivi inclusi i contratti di finanziamento e i rapporti di lavoro – rientrati nel perimetro della stessa e quindi oggetto del Conferimento NewCo. Ai sensi dell'Accordo Quadro, la Conferente sarà, inoltre, tenuta a indennizzare BF e/o NewCo per qualsivoglia perdita, danno, costo o onere da esse subite che

siano conseguenza o comunque relative alla violazione delle sopra citate dichiarazioni e garanzie rilasciate dalla Conferente. A garanzia dell'esatto adempimento di tale obbligo di indennizzo nei confronti di BF, è stata sottoscritta dalla Conferente un'apposita polizza assicurativa con una compagnia di primario *standing*.

Sono altresì previsti meccanismi "correttivi" per il caso in cui siano trasferite a NewCo delle attività, passività o dei rapporti che – ai sensi dell'Accordo Quadro – non dovevano essere inclusi nell'Azienda.

L'Accordo Quadro prevede l'assunzione da parte della Conferente, nei confronti della Società, di un impegno, per un periodo di 24 mesi a decorrere dalla data di assegnazione delle Nuove Azioni, di un c.d. "lock-up", in forza del quale la Conferente non potrà effettuare operazioni di vendita o comunque atti di disposizione che abbiano per oggetto, direttamente o indirettamente, le Nuove Azioni. Alla luce di quanto previsto dall'Accordo Quadro, risulteranno comunque consentiti i trasferimenti delle Nuove Azioni (i) in occasione di offerte pubbliche di acquisto o scambio promesse sulle azioni BF; (ii) in conseguenza di norme inderogabili o per ordine di Autorità giudiziarie, amministrative o di vigilanza; (iii) mortis causa; e (iv) a favore di un soggetto, direttamente o indirettamente, controllante la, controllato da o soggetto a comune controllo con, la Conferente ovvero a una società o ente controllato, direttamente o indirettamente, dal soggetto controllante. In questi ultimi due casi, i trasferimenti risulteranno consentiti a condizione che il cessionario assuma nei confronti di BF impegni di lock-up equivalenti a quelli del suo dante causa.

2. QUALIFICAZIONE DELL'OPERAZIONE

L'Operazione, nonché la sottoscrizione dell'Accordo Quadro, si qualificano come "*operazioni tra parti correlate*" – ai sensi dell'Allegato 1 al Regolamento OPC e dell'articolo 1 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 10 aprile 2017 e successivamente modificata in data 13 marzo 2019 (la "**Procedura OPC**") – in quanto la Conferente è una società controllata, ai sensi e per gli effetti degli artt. 2359 comma 1, n. 1, del Codice Civile, dal dott. Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di BF, e, pertanto, è "*parte correlata*" della Società ai sensi dell'Allegato 1 al Regolamento OPC e dell'articolo 1 della Procedura OPC.

Seppur l'Operazione non superi gli indici di rilevanza di cui all'Allegato 3 del Regolamento OPC, la Società ha ritenuto opportuno applicare, sin da principio e su base volontaria, i presidi e le regole previste per le "*operazione tra parti correlate di maggiore rilevanza*" ai sensi del Regolamento OPC.

I termini e le condizioni dell'Accordo Quadro e dell'Aumento di Capitale in Natura sono stati approvati dal Consiglio di Amministrazione in data 25 ottobre 2019, in via preliminare e subordinatamente all'ottenimento del parere del Comitato che il Consiglio di Amministrazione ha deciso di ritenere vincolante, su base volontaria.

3. L'ATTIVITA' ISTRUTTORIA POSTA IN ESSERE DAL COMITATO

Il Comitato è stato tempestivamente informato dell'Operazione a valle della riunione consiliare del 22 febbraio 2019, nel corso della quale sono stati preliminarmente esaminati la prospettata struttura e l'ambito dell'Operazione e, in conseguenza di ciò sono state prontamente avviate le attività propedeutiche all'esame dell'Operazione.

Il Comitato è stato informato, aggiornato e coinvolto nella fase istruttoria, volta alla definizione della struttura dell'Operazione, del perimetro dell'Azienda di interesse per BF e, quindi, oggetto del Conferimento NewCo, nonché in generale dei termini e condizioni dell'Accordo Quadro, attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo.

Quanto alla valutazione dell'interesse della Società al compimento dell'Operazione, il Comitato ha raccomandato il conferimento di un mandato ad un *advisor* industriale – individuato nello Studio Carnà – che potesse supportare il Consiglio di Amministrazione di BF, nonché il Comitato stesso, in tale valutazione.

Secondo quanto previsto dalla Procedura Parti Correlate, il Comitato si è inoltre avvalso, ai fini dell'emissione del proprio motivato parere e, in particolare, per meglio valutare la congruità dei termini tecnici e delle condizioni dell'Operazione, della consulenza del Prof. Enrico Laghi, nominato quale *advisor* indipendente dello stesso.

Si segnala che il Comitato si è riunito n. 8 volte:

- in data 26 febbraio 2019, per l'avvio delle attività propedeutiche all'esame dell'Operazione e per l'individuazione, all'interno del Comitato, del Consigliere incaricato di affiancare negli aspetti operativi l'Amministratore incaricato dal Consiglio di Amministrazione Dott. Scordamaglia;
- in data 5 marzo 2019, per prendere atto dell'avvio dell'attività istruttoria sugli aspetti di propria competenza da parte del Comitato Controllo e Rischi, convenendo sull'opportunità di affidare ad un *advisor* industriale l'incarico di supportare il Consiglio di Amministrazione (i) nella verifica dell'integrabilità e della coerenza delle attività riferibili alla Conferente con le linee strategiche del piano industriale del gruppo BF e (ii) nell'individuazione degli eventuali rischi legati alla realizzazione dell'operazione rispetto al piano industriale del gruppo BF, al fine di valutare l'interesse al compimento dell'Operazione;
- in data 28 marzo 2019, congiuntamente con il Comitato Controllo e Rischi, per l'esame dell'analisi svolta dallo Studio Carnà, in qualità di *advisor* industriale nominato dal Consiglio di Amministrazione di BF a supporto delle valutazioni proprie e del Comitato, in merito alla integrabilità e coerenza, rispetto alle linee strategiche del gruppo BF, dell'Azienda nonché agli eventuali rischi per la Società legati alla realizzazione dell'Operazione rispetto al piano industriale del gruppo BF. In tale occasione il Comitato ha riconosciuto la sussistenza di potenziali profili di interesse e possibili sinergie e ha espresso l'opportunità che la Società proseguisse lo svolgimento delle attività istruttorie relative all'Operazione;
- in data 22 maggio 2019, congiuntamente con il Comitato Controllo e Rischi, per ricevere alcune informazioni e chiarimenti riguardo all'ipotizzato perimetro dell'Azienda e alle possibili

prospettive di integrazione con il gruppo BF, nonché l'illustrazione degli esiti preliminari della *due diligence* finanziaria e fiscale. Il Comitato ha, inoltre, espresso l'intenzione di avvalersi di un proprio *advisor* per l'esame degli aspetti economici dell'Operazione;

- in data 17 giugno 2019, per l'analisi degli esiti della *due diligence* finanziaria e fiscale nonché della *due diligence* legale e l'illustrazione degli impatti attesi dell'Operazione sul piano industriale del gruppo BF. Il Comitato, inoltre, ad esito dell'esame delle proposte pervenute in relazione all'incarico di *advisor* indipendente del Comitato per l'esame degli aspetti economico-finanziari dell'Operazione e previa verifica del possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza ed indipendenza, ha deliberato di conferire tale incarico al Prof. Enrico Laghi. Al riguardo il Comitato ha verificato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse, richiedendo al Prof. Enrico Laghi l'indicazione delle eventuali relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie intercorse con BF e le relative parti correlate. In conseguenza di ciò il Prof. Enrico Laghi ha fornito una dichiarazione attestante l'insussistenza di situazioni o relazioni tali da comportare il venir meno della propria indipendenza ai sensi della disciplina sulle operazioni con parti correlate o che diano comunque luogo all'insorgere di conflitti di interesse in relazione all'attività da svolgere nel contesto dell'Operazione;
- in data 18 luglio 2019, congiuntamente con il Comitato Controllo e Rischi, per l'esame dei risultati preliminari delle attività condotte da EY S.p.A. in relazione alla valutazione dell'Azienda e alle ulteriori attività strumentali alla corretta individuazione del perimetro della stessa;
- in data 2 ottobre 2019, per un allineamento informativo con il proprio *advisor*;
- in data 28 ottobre 2019, per l'analisi, con l'ausilio del proprio *advisor*, dei termini e condizioni dell'Operazione preliminarmente definiti dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 25 ottobre 2019, nonché delle principali condizioni dell'Accordo Quadro. Il Comitato, tenuto conto delle risultanze valutative cui è addivenuto il Prof. Enrico Laghi, delle conclusioni formulate dallo Studio Carnà sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione e di tutta la documentazione esaminata, ha emesso il parere motivato concernente l'interesse della Società al compimento dell'Operazione e alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro, nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

4. FINALITA' DEL PARERE

Il Comitato, dopo aver valutato compiutamente l'Operazione e la sottoscrizione dell'Accordo Quadro proposte e le loro motivazioni, è chiamato ad esprimere un parere in ordine alla sussistenza dell'interesse sociale alla sua conclusione, nonché alla convenienza ed alla correttezza sostanziale delle relative condizioni, in conformità a quanto previsto dall'articolo 8 del Regolamento OPC.

Avendo qualificato l'operazione di maggiore rilevanza, il parere del Comitato è vincolante per il Consiglio di Amministrazione, ferma restando la competenza e responsabilità di quest'ultimo in

merito alla decisione di approvare l'Operazione.

5. ANALISI EFFETTUATE

5.1 IN MERITO ALLA SUSSISTENZA DELL'INTERESSE ALL'OPERAZIONE E ALLA SUA CONVENIENZA

Il Comitato procede a valutare l'Operazione sotto il profilo dell'interesse al compimento della stessa ed alla sua convenienza.

L'Aumento di Capitale in Natura, da liberare mediante il Conferimento, rappresenta la modalità tecnica attraverso la quale BF – società *holding* a capo del gruppo BF e attiva indirettamente, per il tramite delle proprie controllate, nella coltivazione e commercializzazione di prodotti agricoli e sementi, nell'allevamento di bovini, nella produzione di materie prime agricole, nella produzione e commercializzazione di prodotti alimentari confezionati nonché nel recupero e nella valorizzazione degli immobili di proprietà – intende acquisire il compendio aziendale mediante il quale la Conferente svolge le proprie attività agricole e agrituristiche (l'“Azienda”).

Il Conferimento rappresenta la modalità preferibile e più efficiente, per la Società, per acquisire l'Azienda in considerazione delle seguenti circostanze:

- BF è una società *holding* che svolge primariamente attività di direzione e di erogazione di servizi amministrativo-gestionali alle altre società del gruppo BF e, pertanto, non esercita direttamente l'attività agro-industriale. In linea con lo *status* di *holding* di BF, il perfezionamento del Conferimento consentirà a BF di acquisire la Partecipazione NewCo e non, invece, direttamente l'Azienda;
- l'operazione consentirà a BF di acquisire la Partecipazione NewCo senza alcun esborso in denaro, in quanto il “*corrispettivo*” sarà rappresentato da azioni ordinarie BF di nuova emissione (c.d. “*operazione carta contro carta*”).

L'acquisizione dell'Azienda, da attuarsi, indirettamente, attraverso l'Aumento di Capitale in Natura, e la conseguente integrazione nel perimetro del gruppo BF delle attività agricole e agrituristiche esercitate per il tramite dell'Azienda, ha valenza strategica e industriale e risulta coerente con le linee strategiche del gruppo BF, come esplicitate nel piano industriale di gruppo ed in corso di esecuzione.

La Società sta progressivamente ridefinendo le modalità attuative della strategia di recupero e valorizzazione del patrimonio immobiliare del gruppo BF presente nella regione Toscana, concentrato attualmente nella società controllata Leopoldine S.p.A. (la c.d. “*strategia emergente*”). La Società ha previsto che i progetti di recupero architettonico e di valorizzazione del patrimonio immobiliare del gruppo BF, attualmente allo studio, potrebbero essere più proficuamente strumentali allo sfruttamento economico mediante la destinazione degli immobili stessi ad attività agrituristiche e di *hospitality*, da realizzarsi anche in *partnership* con società che vantano una lunga e

consolidata esperienza nel settore.

L'Azienda oggetto del Conferimento svolge due differenti tipologie di attività, la cui integrazione nel gruppo BF risulta pertanto di interesse alla luce di diverse considerazioni:

- (i) quanto all'attività agricola, svolta su una superficie complessiva di 308,3 ettari e costituita principalmente dalla produzione e commercializzazione di olio extra-vergine d'oliva (col marchio di origine "Olio Toscano IGP"), essa risulta pienamente coerente con il *business* caratteristico del gruppo BF, nonché con le linee strategiche previste dall'attuale piano industriale e, ove integrata all'interno del gruppo BF, comporterebbe per il gruppo un'espansione nel settore della produzione e commercializzazione dell'olio extra-vergine di oliva grazie all'acquisizione di complessivi 78,9 ettari di terreni siti a Massa Marittima (GR) destinati a uliveto, di cui 10 ettari con nuovo impianto intensivo. L'Azienda conduce, inoltre, in affitto ulteriori 25 ettari di uliveto; e
- (ii) con riferimento all'attività agrituristica e di *hospitality*, esercitata per il tramite di una struttura ricettiva, con una capacità di numero 103 posti letto, sita nel comune di Massa Marittima (Grosseto), recentemente rinnovata e articolata in numero 6 nuclei poderali, dotata di palestre, sala congressi, piscina, sala ristorante e altri servizi, secondo la logica del c.d. "albergo diffuso", essa risulta comunque coerente con la predetta "strategia emergente" in fase di sviluppo da parte del gruppo BF in ambito immobiliare.

L'acquisizione dell'Azienda da attuarsi, indirettamente, attraverso l'Aumento di Capitale in Natura e la conseguente integrazione nel perimetro del gruppo BF delle attività agricole e agrituristiche esercitate per il tramite dell'Azienda, potrà generare vantaggi e sinergie a livello sia di contenimento dei costi sia di crescita dei ricavi, promozione del *business* e valorizzazione dei *brand* della filiera agro-alimentare del gruppo BF. Si illustrano di seguito i principali vantaggi e sinergie attesi dall'Operazione:

- (i) vantaggi e sinergie derivanti dall'integrazione tra l'attività agricola del gruppo BF e l'attività agricola esercitata per il tramite dell'Azienda, qualificata dalla produzione di olio d'oliva:
 - a) realizzazione di sinergie commerciali, specificatamente nell'ambito di politiche di offerta, stante la strategia, già in fase di esecuzione, di differenziazione con prodotti di filiera italiana al 100% e di *branding* del gruppo BF;
 - b) potenziamento della capacità competitiva, dispiegabile in un mercato, soprattutto quello internazionale, dove vengono riconosciuti importanti margini se il prodotto "olio italiano" offerto è garantito da certificazioni di filiera;
 - c) conseguimento della dimensione ottimale minima per impianti e attività che consentirebbe la realizzazione di economie di scala e capacità di accesso a nuove modalità operative e di gestione, necessarie per competere sui mercati globali;
 - d) anticipazione della tempistica prevista per il prospettato *go to market* del gruppo BF nel

settore della produzione e commercializzazione dell'olio extra-vergine d'oliva 100% italiano (posto che l'attuale stato degli *asset* olivicoli del gruppo BF consentirebbe un *go to market* solo a partire dal periodo 2022/2023).

- (ii) vantaggi e sinergie tra l'attività agricola e (in prospettiva) agrituristica del gruppo BF e l'attività agrituristica esercitata per il tramite dell'Azienda:
- a) sviluppo della c.d. *brand essence* del marchio mediante il quale sono commercializzati i prodotti agro-alimentari prodotti dal gruppo BF (*i.e.* "Le Stagioni d'Italia"), con conseguenti effetti positivi in termini di pubblicizzazione dei prodotti e servizi offerti dalle società del gruppo BF;
 - b) creazione di un efficace sistema di *cross-selling*, con conseguenti effetti positivi in termini di sviluppo del *business* e crescita dei ricavi del gruppo BF;
 - c) raggiungimento di un livello dimensionale nel settore dell'*hospitality* tale da consentire l'interlocuzione con grandi catene alberghiere internazionali di primario *standing* interessate nella gestione operativa e commerciale di *resort* attraenti per la clientela europea e Nord-americana, quali quelli siti nel territorio della regione Toscana;
 - d) sviluppo di sinergie commerciali e operative tra le varie strutture agrituristiche, con conseguenti economie di scala nel *marketing* e nella gestione del personale, tenuto conto anche della differente stagionalità, marcatamente estiva per l'attività agrituristica della Conferente, tenuto vista la vicinanza al mare, e, invece, potenzialmente intermedia per la prospettata attività agrituristica del gruppo BF.

La coerenza strategica e la potenziale integrabilità della prospettata operazione di acquisizione dell'Azienda con il Piano Industriale del Gruppo BF è stata riscontrata dall'*advisor* industriale la cui nomina è stata suggerita da parte di questo Comitato, il quale ha concluso con un giudizio di "piena coerenza" dell'operazione rispetto alla strategia del Gruppo BF.

I "profili di rischio" indicati dall'*advisor* industriale sono stati oggetto di specifica analisi da parte della Società e del Comitato, prevedendo, da una parte, presidi finalizzati al monitoraggio della fase di implementazione e successiva gestione dell'integrazione dell'Azienda nel Gruppo BF e, dall'altra parte, incaricando primari *advisor* di effettuare una *due diligence* di natura finanziaria, fiscale e legale sull'Azienda oggetto dell'apporto.

5.2 IN MERITO ALLA CORRETTEZZA SOSTANZIALE DELLE CONDIZIONI DELL'OPERAZIONE

Con riferimento all'Aumento di Capitale in Natura, il Comitato procede a valutare la congruità dal punto di vista finanziario del prezzo delle Nuove Azioni, fissato nell'Accordo Quadro in € 2,55 per azione ordinaria di BF, tenuto conto dei termini e delle condizioni pattuiti nell'Accordo Quadro.

La stima della congruità dal punto di vista finanziario del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni (€ 2,55 per azione) è stata effettuata confrontando tale prezzo con il valore delle azioni di BF, calcolato avendo riferimento a un range di stime calcolato tenendo conto, in sintesi ragionata, delle risultanze derivanti dall'applicazione delle seguenti metodologie valutative:

- i) il metodo delle quotazioni di Borsa: è stato fatto riferimento all'andamento delle quotazioni del titolo azionario di BF negli ultimi 6 mesi avendo riferimento alla previsione di cui all'art. 2441, co. 6, c.c.. Inoltre, a titolo informativo è stato anche considerato l'andamento delle quotazioni a 1, 3 e 12 mesi antecedenti al 25 ottobre 2019 in modo da tenere conto dei *trend* del mercato e della Società. Per la precisione, in riferimento a ciascuno degli intervalli temporali individuati è stata calcolata la media ponderata delle quotazioni per l'ammontare dei volumi di negoziazione giornalieri.
- ii) il metodo dei multipli di mercato: la stima è stata effettuata adottando un *equity approach to evaluation* basato sull'applicazione del multiplo *Price/Book Value* ("P/BV") determinato sulla base di un campione di imprese comparabili a BF. A tale proposito, si precisa che il riferimento ad un multiplo rappresentativo del patrimonio netto è stato scelto in ragione di considerazioni di carattere finanziario (riferimento al "valore economico" di BF) e anche tenuto conto della previsione di cui all'art. 2441, co. 6, c.c. (riferimento al "patrimonio netto" di BF).

Il *range* di valori è stato calcolato mediando il parametro di mercato con quelli risultanti dall'applicazione del metodo dei multipli. Tale scelta deriva dalla circostanza che i singoli parametri utilizzati ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative adottate costituiscono parte inscindibile di un processo unitario volto all'individuazione dell'intervallo di valori che, in sintesi ragionata, in un determinato momento temporale, anche tenuto conto degli andamenti di mercato, si ritiene possa rappresentare il range del valore per azione congruo da un punto di vista finanziario.

In sintesi, il *range* di valori dell'azione di BF risulta compreso tra € 2,13 ed € 2,92 (valore medio € 2,53).

Occorre evidenziare che, ai fini dell'espressione del giudizio di congruità da un punto di vista finanziario, si è tenuto conto della natura dell'Operazione (operazione con parte correlata) e delle seguenti specificità:

- il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni si posiziona in una misura leggermente superiore alla media dei valori del range individuato dall'applicazione delle metodologie valutative in precedenza descritte (€ 2,53 per azione);
- l'Accordo Quadro prevede per le Nuove Azioni un vincolo di intrasferibilità per un periodo di 24 mesi, che le differenzia dalle azioni ordinarie di BF in circolazione (la c.d. clausola di lock-up);
- la clausola di lock-up spiega in particolare la ragione del differenziale negativo (-5%) del prezzo unitario delle Nuove Azioni rispetto alla quotazione delle azioni di BF relativo agli ultimi 6 mesi (riferimento di cui all'art. 2441, co. 6, c.c.), nonché lo "sconto" (-15%) rispetto al valore massimo

del range di stima (€ 2,92 per azione) e il differenziale negativo (-25%) rispetto al prezzo medio dell'azione BF nell'ultimo mese.

6. CONCLUSIONI

Il Comitato,

(a) constatato di essere stato tempestivamente e costantemente informato riguardo l'avvio nonché lo stato di avanzamento delle trattative relative all'Operazione;

(b) preso atto della ricezione della documentazione e delle informazioni necessarie a rilasciare un motivato parere sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni e dei termini della stessa, come riportati al precedente paragrafo 5;

(c) preso atto che, durante le riunioni tenutesi per l'esame dell'Operazione, il Comitato, nell'esercizio della facoltà offerta dalla Procedura Parti Correlate, ha richiesto informazioni e approfondimenti al management della Società, ai suoi consulenti e al consulente di propria scelta, formulando osservazioni e avanzando richieste di chiarimento alle quali è stato dato corso durante lo svolgimento dell'istruttoria, sia con produzione documentale sia mediante partecipazione alle riunioni di cui sopra;

(d) tenuto conto di quanto formulato dallo Studio Camà, quale consulente indipendente nominato dal Consiglio di Amministrazione di BF a supporto delle valutazioni proprie e del Comitato;

(e) tenuto, infine, conto di quanto espresso dal Prof. Enrico Laghi, quale consulente indipendente scelto dal Comitato,

all'unanimità, rilascia il proprio parere favorevole, ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento OPC, all'Aumento di Capitale in Natura, al Conferimento e alla sottoscrizione dell'Accordo Quadro, avendo verificato la sussistenza dell'interesse al compimento dell'Operazione nonché i profili di convenienza economica e la correttezza sostanziale della stessa

28 ottobre 2019

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate



Prof. Vittorio Umberto Grilli (Presidente)

Gabriella Fantola

Dot.ssa Gabriella Fantola

Tiziana Olivieri

Dot.ssa Tiziana Olivieri

Spettabile
B.F. S.p.A.
Via Cavicchini, 2
Jolanda di Savoia (FE)

Alla c.a. Comitato Parti Correlate di B.F.
S.p.A.

Oggetto: *Fairness Opinion* in relazione alla congruità, da un punto di vista finanziario, del prezzo delle azioni da emettere a servizio dell'aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione di B.F. S.p.A. da liberarsi mediante il conferimento dell'intero capitale di società detenuta da Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l.

B.F. S.p.A. ("BF", la "Società" o la "Conferitaria") ha avviato lo studio di un'operazione (l'"Operazione") finalizzata all'acquisto di un ramo di azienda detenuto da Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l. ("TIC" o la "Conferente").

In data 25 ottobre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF (il "CdA") ha approvato - in via preliminare e subordinatamente al parere del comitato parti correlate di BF (nel seguito anche solo il "Comitato Parti Correlate" o il "Comitato") - la bozza di accordo quadro tra BF e TIC che definisce condizioni e termini dell'Operazione (l'"Accordo Quadro").

In sintesi, ai sensi dell'Accordo Quadro, è previsto che TIC conferisca il ramo di azienda, oggetto di interesse da parte di BF, all'interno di una società di nuova costituzione ("NewCo" o la "Partecipazione") e che successivamente BF deliberi l'aumento di capitale, a pagamento, inscindibile e con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, co. 4, c.c. (l'"AUCAP"), da liberarsi mediante il conferimento della Partecipazione, con emissione e assegnazione a TIC di nuove azioni di BF (le "Nuove Azioni").

Lo scrivente è stato informato che in data 25 ottobre 2019, il CdA di BF ha approvato, in via preliminare e subordinatamente al parere del Comitato, di proporre all'assemblea degli azionisti di BF il prezzo di emissione delle Nuove Azioni per € 2,55 ciascuna (pari alla migliore offerta ricevuta da TIC) tenuto anche delle analisi valutative circa la congruità predisposte dai Prof. Silvano Corbella e Prof. Gabriele Villa.

Si precisa che le Nuove Azioni presenteranno un vincolo alla circolazione per un periodo non inferiore a 24 mesi dalla data di assegnazione delle stesse alla Conferente (il "Lock Up").

L'Operazione avviene con un soggetto qualificabile come parte correlata in quanto il prospettato aumento di capitale andrebbe - indirettamente - a beneficio dell'attuale Amministratore Delegato di BF, dott. Federico Vecchioni, o a soggetto dallo stesso controllato, in funzione della circostanza che il 71% del capitale di TIC fa riferimento allo stesso. Nello specifico, l'Operazione è stata volontariamente inquadrata dal CdA come "operazione di maggiore rilevanza", Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato e integrato e adottata dalla Società, prevedendo che alla stessa vengano applicate le disposizioni contenute nel Regolamento Consob con riferimento alle suddette operazioni, in luogo della procedura semplificata prevista per le società quotate di minori dimensioni di cui all'art. 7 dalla Procedura per le operazioni con parti correlate (la "Procedura").

Il Comitato, al fine di esprimere il parere, ha incaricato lo scrivente di esprimere un parere sulla congruità, da un punto di vista finanziario del prezzo (€ 2,55) delle azioni emittende a servizio dell'AUCAP (il "Parere").

Il Parere è da considerarsi confidenziale e indirizzato e destinato esclusivamente ai membri del Comitato Parti Correlate - fermo restando che potrà essere condiviso con, e destinato a, l'intero Consiglio di Amministrazione di BF al solo scopo di valutare i termini economici dell'Operazione e non dovrà essere utilizzato come riferimento da alcun azionista della Società o altra persona, fatta esclusione dei membri del Comitato Parti Correlate di BF.

Lo scrivente agisce per conto dei membri del Comitato Parti Correlate di BF e per nessun altro in relazione all'Operazione e non sarà responsabile verso altri soggetti, fatta eccezione per i membri del Comitato Parti Correlate di BF per quanto concerne il rilascio del Parere.

Lo scrivente autorizza, sin da ora, la Società: (i) a descrivere il contenuto del Parere nel contesto del documento informativo per operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza predisposto da BF in relazione all'Operazione ai sensi del regolamento Consob n. 17221/2010; (ii) ad allegare il Parere al medesimo documento informativo citato *sub* (i) che precede; e (iii) a trasmettere il Parere a Consob e a Borsa Italiana.

Lo scrivente precisa: (i) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'Operazione; (ii) di essere stato incaricato esclusivamente di assistere il Comitato nella valutazione della congruità da un punto di vista finanziario del prezzo dell'AUCAP; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali di BF, né in alcuna delle società controllate da BF; (iv) di non avere reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore della Società, né di società controllate da BF.

Lo scrivente precisa inoltre che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, alla data della presente lettera non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra lo stesso e: (i) BF, (ii) i soggetti che la controllano, le società controllate da BF o sottoposte a comune controllo, nonché gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che siano suscettibili di pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.

1. Ai fini della redazione del Parere sono stati oggetto di esame:
 - i bilanci civilistici e consolidati di BF relativi agli ultimi 2 esercizi (2017-2018) nonché la relazione finanziaria semestrale di BF al 30 giugno 2019;
 - i dati più recenti sulla struttura societaria di BF;
 - *equity research reports* di BF, pubblicati a partire da ottobre 2018;
 - il documento di valutazione del ramo d'azienda di TIC oggetto conferimento nella Partecipazione redatto, ai sensi dell'art. 2465 c.c. dall'esperto indipendente dott. Andrea Nasini in data 18 ottobre 2019;
 - il documento di valutazione del ramo d'azienda di TIC oggetto di conferimento nella Partecipazione redatto da EY in data 23 luglio 2019;
 - il documento di *due diligence* finanziaria del ramo d'azienda di TIC oggetto di conferimento nella Partecipazione redatto da EY in data 6 giugno 2019;
 - il documento di *due diligence* fiscale del ramo d'azienda di TIC oggetto di conferimento nella Partecipazione redatto da EY in data 21 maggio 2019;
 - il documento di *due diligence* legale del ramo d'azienda di TIC oggetto di conferimento nella Partecipazione redatto dallo studio legale BE in data 18 giugno 2019;
 - il piano industriale del ramo d'azienda di TIC oggetto di conferimento nella Partecipazione in ottica integrata con BF redatto dal *management* di BF nel mese di luglio 2019;
 - l'andamento dei prezzi registrati e le attività di negoziazione del titolo azionario di BF negli ultimi 12 mesi;
 - il piano industriale di BF 2018-2020 approvato dal CdA della Società nel mese di maggio 2018;
 - la bozza di Accordo Quadro relativo all'Operazione approvato dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 25 ottobre 2019;
 - ulteriori dati e informazioni messi a disposizione da BF tramite *mail*;
 - dati e informazioni reperiti sul *database* economico-finanziario Bloomberg nonché da altre fonti pubbliche;
 - altre informazioni o elementi ritenuti utili ai fini della redazione del Parere.

Si precisa inoltre che nel corso dello svolgimento delle attività propedeutiche al rilascio del Parere sono state effettuate *conference call* di "Q&A" con il *management* di BF e con il

consulente EY volti a chiarire e/o integrare la base informativa e le assunzioni poste alla base dell'Operazione.

2. Il Parere è stato reso sulla base dei seguenti presupposti e limitazioni:

- i dati, le informazioni, le stime e le proiezioni considerate nel Parere non possono essere utilizzate per alcuno scopo differente da quello espressamente specificato nel Parere;
- le conclusioni alle quali lo scrivente è pervenuto nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute. Nessuna parte del Parere può essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza e/o per scopi differenti rispetto a quelli espressamente specificati;
- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. Nulla di quanto esposto nel Parere può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento delle società esaminate. Eventi che si verificano successivamente alla data odierna potrebbero influire sul Parere e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;
- le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima sono state fornite da BF; si è fatto affidamento a tali informazioni senza procedere ad una verifica indipendente sull'accuratezza e completezza delle medesime;
- si è assunto che l'Operazione sia perfezionata secondo i termini e le condizioni riportate nell'Accordo Quadro approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società e inviato dalla Società allo scrivente il 25 ottobre 2019;
- si è assunto parimenti che le eventuali autorizzazioni necessarie a realizzare l'Operazione siano acquisite entro le tempistiche appropriate e senza alcun pregiudizio per la Società;
- si è assunto che non si sia verificato alcun cambiamento significativo nella situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Società dopo il 30 giugno 2019, data di più recente rilevanza dei dati contabili;
- si è assunto che siano state messe a disposizione di chi scrive tutte le informazioni necessarie al fine di elaborare e rendere il Parere e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza che avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere non accurate o fuorvianti;
- non è stata effettuata alcuna verifica indipendente di tipo legale, fiscale, contabile, attuariale o di altro tipo sulla Società e sull'Operazione, sicché non si esprime alcun parere su tali profili;
- non è stata effettuata alcuna verifica o valutazione indipendente delle attività e delle passività della Società e delle entità da essa controllate o collegate;

- il Parere è fondato sulle attuali condizioni economiche, finanziarie, di mercato e di altro tipo, nonché sulle informazioni correnti, messe a disposizione fino alla data odierna. Eventi successivi alla data odierna possono influire sul Parere e sui suoi presupposti; non si assume alcun obbligo di aggiornare, rivedere o confermare il Parere reso in data odierna;
 - il Parere non contiene valutazioni circa il prezzo al quale, in futuro, il titolo BF potrebbero essere scambiato;
 - il Parere non costituisce una stima del valore economico della Partecipazione;
 - il Parere non contiene valutazioni di merito sull'Operazione rispetto ad altre operazioni alternative, né contiene valutazioni relative alla fattibilità o disponibilità di tali operazioni alternative. Il Parere non esamina le motivazioni industriali, strategiche, finanziarie o diverse sulla cui base l'Operazione è stata strutturata e potrebbe essere approvata.
3. Il Parere è stato reso avendo riferimento a metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. Ciascuna metodologia considerata presenta limiti specifici e di conseguenza si è ritenuto opportuno esprimere il giudizio di congruità da un punto di vista finanziario sul prezzo dell'AUCAP sulla base di un processo di valutazione che, in sintesi ragionata, tenesse conto della complessiva Operazione e delle risultanze delle metodologie di analisi e valutazione adottate.

In particolare, ai fini dell'elaborazione delle risultanze del Parere, determinate avendo riferimento alla Data di Riferimento, sono state adottate le seguenti metodologie e analisi valutative:

- i) il metodo delle quotazioni di Borsa: è stato fatto riferimento all'andamento delle quotazioni del titolo azionario di BF negli ultimi 6 mesi avendo riferimento alla previsione di cui all'art. 2441, co. 6, c.c.. Inoltre, a titolo informativo è stato anche considerato l'andamento delle quotazioni a 1, 3 e 12 mesi antecedenti al 25 ottobre 2019 in modo da tenere conto dei *trend* del mercato e della Società. Per la precisione, in riferimento a ciascuno degli intervalli temporali individuati è stata calcolata la media ponderata delle quotazioni per l'ammontare dei volumi di negoziazione giornalieri;
- ii) il metodo dei multipli di mercato: la stima è stata effettuata adottando un *equity approach to evaluation* basato sull'applicazione del multiplo *Price/Book Value* ("P/BV") determinato sulla base di un campione di imprese comparabili a BF. A tale proposito, si precisa che il riferimento ad un multiplo rappresentativo del patrimonio netto è stato scelto in ragione di considerazioni di carattere finanziario (riferimento al "valore economico" di BF) e anche tenuto conto della previsione di cui all'art. 2441, co. 6, c.c. (riferimento al "patrimonio netto" di BF).

Nel seguito si illustrano brevemente le modalità applicative delle metodologie valutative utilizzate ai fini del Parere.

Metodo delle quotazioni di borsa. Il metodo delle quotazioni di borsa è finalizzato alla determinazione del valore di una società sulla base della capitalizzazione espressa con

riferimento ai prezzi dei titoli rappresentativi di tale società, negoziati su mercati azionari regolamentati.

Nel caso di specie, l'analisi è stata svolta avendo riferimento all'andamento del prezzo ufficiale delle azioni ordinarie del titolo BF osservato negli ultimi sei mesi antecedenti alla data del 25 ottobre 2019.

La scelta del periodo temporale di riferimento è stata effettuata avuto riguardo a quanto previsto dall'art. 2441, co. 6, c.c..

Inoltre, a titolo informativo, allo scopo di considerare il *trade-off* esistente tra la necessità di attenuare l'impatto sulle statistiche di eventuali volatilità di breve periodo - che comporta l'ampliamento della finestra temporale da considerare - e la necessità di riflettere le quotazioni della società da valutare e in generale le condizioni di mercato più recenti - che comporta la riduzione della finestra temporale da considerare - sono state calcolate anche le medie ponderate delle quotazioni riferite agli intervalli temporali a 1, 3 e 12 mesi.

La stima effettuata conduce a un valore dell'azione di BF di € 2,69 (media ponderata delle rilevazioni). A titolo informativo, nella tabella che segue si riporta anche l'esito delle analisi condotte sugli altri intervalli temporali analizzati (cfr. Tabella 1).

Tabella 1

Periodo	Media Semplice	Media Ponderata*
6 mesi**	2,71	2,69
Periodo	Media Semplice	Media Ponderata*
1 mese	3,16	3,17
3 mesi	2,91	3,03
12 mesi	2,58	2,66

Valori calcolati a partire dal 25 ottobre 2019

* Ponderazione effettuata in base ai volumi giornalieri

** Riferimento art. 2441, sesto comma, cod. civ.

Metodo dei multipli di mercato. Il metodo dei multipli di mercato è un metodo che determina il valore di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato (eventualmente rapportato a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione.

Il metodo in esame si distingue in metodi fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In

quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

Con riferimento all'approccio di tipo *equity*, si precisa che la formula di valutazione del capitale economico di un complesso aziendale basata su metodi diretti è la seguente:

$$W = Molt_s \cdot k_t = \left(\frac{P}{k}\right)_s \cdot k_t$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$Molt_s$ ovvero $\left(\frac{P}{k}\right)_s$ è il moltiplicatore costruito in relazione a un campione di imprese comparabili alla società oggetto di stima;

k_t è il valore della grandezza ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore di $Molt_s$;

L'applicazione di tale metodologia ha condotto alla stima di un intervallo del valore per azione di BF compreso tra € 1,58 ed € 3,16, avuto riguardo al 25° e 75° percentile del campione esaminato. I dati medio e mediano del campione analizzato risultano rispettivamente pari a € 2,31 ed € 2,45 per azione.

4. La stima della congruità dal punto di vista finanziario del prezzo dell'AUCAP (€ 2,55 per azione) può essere effettuata confrontando tale prezzo con il valore delle azioni di BF, calcolato avendo riferimento a un *range* di stime calcolato tenendo conto, in sintesi ragionata, delle risultanze derivanti dall'applicazione delle metodologie valutative in precedenza descritte.

In particolare, si ritiene ragionevole confrontare il prezzo dell'AUCAP con un *range* di valori calcolato mediando il parametro di mercato (€ 2,69 per azione) con quelli risultanti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato (rispettivamente pari a € 1,58 ed € 3,16).

Ne risulta un *range* di valori dell'azione di BF compreso tra € 2,13 ed € 2,92 (valore medio € 2,53).

Si precisa che la scelta del *range* valutativo è stata effettuata tenuto anche conto della circostanza che le metodologie valutative adottate e i singoli parametri utilizzati ai fini dell'applicazione delle stesse costituiscono parte inscindibile di un processo unitario volto all'individuazione dell'intervallo di valori che, in sintesi ragionata, in un determinato momento temporale, anche tenuto conto degli andamenti di mercato, si ritiene possa rappresentare il *range* del valore per azione dell'AUCAP congruo da un punto di vista finanziario.

Posto che il prezzo unitario delle azioni ai fini dell'AUCAP (€ 2,55 per azione) si colloca all'intero dell'intervallo individuato (€ 2,13 ed € 2,92), si ritiene congruo da un punto di vista finanziario il prezzo convenuto nell'Accordo Quadro.

Inoltre, ai fini dell'espressione del giudizio di congruità, anche tenuto conto della natura dell'Operazione (operazione con parte correlata), si è tenuto conto del fatto che:

- il prezzo unitario delle azioni ai fini dell'AUCAP (€ 2,55) si posiziona in una misura leggermente superiore alla media dei valori del *range* individuato (€ 2,53 per azione);
- le Nuove Azioni presentano un vincolo di intrasferibilità contrattualmente previsto per un periodo di 24 mesi, che le differenzia dalle azioni ordinarie di BF in circolazione;
- la clausola di Lock-up spiega in particolare la ragione del differenziale negativo (-5%) del prezzo unitario delle azioni ai fini dell'AUCAP rispetto alla quotazione delle azioni di BF relativo agli ultimi 6 mesi (riferimento di cui all'art. 2441, co. 6, c.c.), nonché lo "sconto" (-15%) rispetto al valore massimo del *range* di stima € 2,91) e il differenziale negativo (-25%) rispetto al prezzo medio dell'azione BF nell'ultimo mese. Risulta infatti che l'entità dello sconto applicato sia sempre posizionato su livelli inferiori (o allineati) a taluni parametri assunti quale riferimento ai fini della quantificazione dell'effetto generato dal Lock-up (cfr. Damodaran, 2005: sconto sul prezzo originato da clausole che limitano la liquidabilità dell'azione: 20%-30%).

In definitiva, alla luce di quanto rappresentato, si ritiene che il prezzo unitario delle azioni ai fini dell'AUCAP sia congruo dal punto di vista finanziario, tenuto anche conto dei termini e delle condizioni dell'Operazione.

5. L'Operazione prevede che l'AUCAP sia liberato mediante conferimento di azioni di NewCo, società a sua volta conferitaria di ramo d'azienda di TIC.

Si precisa che la stima del valore del ramo d'azienda ai fini del conferimento dello stesso in NewCo è stata effettuata da esperto indipendente all'uopo nominato (dott. Andrea Nasini) ed è stata oggetto di analisi valutativa anche da parte di un *advisor* indipendente (EY) nominato da BF.

A tale riguardo, si osserva che le metodologie di analisi adottate da EY, *advisor* indipendente di BF (nonché quelle utilizzate dal dott. Andrea Nasini), risultano coerenti con metodi di valutazione diffusamente applicati nella prassi professionale e validati dalla dottrina professionale. Si ritiene altresì che le metodologie valutative adottate da EY (nonché dal dott. Andrea Nasini) siano idonee a misurare il valore di stima del ramo di azienda oggetto di valutazione.

Ancora, va notato che il ramo d'azienda è stato oggetto di attività di *due diligence* da parte di esperti nominati da BF finalizzate ad approfondire tematiche di natura finanziaria, fiscale e legale.

Si osserva infine che il multiplo P/BV implicito nella valutazione del ramo d'azienda risulta inferiore a quello implicito nel prezzo delle azioni ai fini dell'AUCAP definito nell'Accordo Quadro.

6. In conclusione, sulla base di quanto sopra evidenziato e all'esito delle analisi effettuate, lo scrivente è dell'opinione che, alla data del Parere, nell'ambito della complessiva Operazione, il prezzo delle azioni ai fini dell'AUCAP fissato nell'Accordo Quadro in € 2,55 per azione ordinaria di BF sia congruo da un punto di vista finanziario, tenuto conto di termini e condizioni pattuiti nell'Accordo Quadro.

Nel ringraziare per la fiducia accordata, si porgono i migliori saluti.

Roma, 28 ottobre 2019

Enrico Laghi



Parere Professionale

sul

*Valore Strategico
dell'Operazione Cicalino
nella prospettiva di B.F. S.p.A.*

A cura di
Ascensionato Carnà e Michele Costabile

Milano, 27 Marzo 2019

Indice del documento

1. Premesse	3
2. B.F. S.p.A.: core business e strategie di sviluppo. Elementi essenziali dal piano industriale.....	6
3. Società Agricola Tenuta il Cicalino Srl: risorse ed asset aziendali.....	12
4. Valutazione strategica delle operazioni di M&A: dimensioni di analisi.....	14
5. Valutazione strategica degli asset dell'Operazione Cicalino nella prospettiva di B.F. S.p.A.....	16
6. Ulteriori elementi rilevanti dell'Operazione.....	20
7. Conclusioni	22

1. Premesse

B.F. S.p.A. (di seguito “BF” o la “Società” o il “Gruppo BF” o “Bonifiche”), quotata presso Borsa Italiana, ha avviato un percorso di valutazione e *due diligence* finalizzato ad una operazione straordinaria (di seguito anche “Operazione Cicalino” o semplicemente “Operazione”) su una Società di nuova costituzione (di seguito anche “Newco” o “Target”) beneficiaria di alcuni asset derivanti dal *carve-out* della “Società Agricola Tenuta Il Cicalino a r.l.” (di seguito anche “il Cicalino” o “la Conferente”).

Dalle informazioni acquisite, è emerso che l’Operazione dovrebbe avvenire in due fasi:

1. conferimento di alcuni asset della “Società Agricola Tenuta Il Cicalino a r.l.” in “Cicalino Green Società Agricola a r.l (“Newco” o “Target”).
2. conferimento della partecipazione totalitaria detenuta in “Cicalino Green Società Agricola a r.l.” nella Società B.F. p.A., da parte della Conferente.

In relazione a quanto sopra, gli Organi di gestione e controllo del Gruppo B.F. sono stati edotti circa il fatto che le quote della “Società Agricola Tenuta Il Cicalino a r.l.” sono, per la maggioranza, nella proprietà del dott. Federico Vecchioni, Amministratore Delegato di B.F..

Tale circostanza, come anticipato, è stata correttamente segnalata ed è stato, di conseguenza, avviato il processo previsto dalla “*Procedura operazioni con parti correlate*”, anche mediante il coinvolgimento del Comitato Rischi e del Comitato Parti Correlate.

In tale contesto, il Comitato Rischi ed il Comitato Parti Correlate, al fine di meglio valutare la coerenza dell’Operazione, hanno giudicato opportuno richiedere il presente Parere.

In particolare, è stato a noi richiesto di delineare la coerenza strategica e l’integrabilità degli asset della *Newco* con B.F. S.p.A., sia nella sua struttura attuale che in quella tendenziale, disegnata dalle strategie deliberate – ed esplicitate nel Piano Industriale – e da quelle emergenti ovvero fattuali e in corso di progressiva definizione, pur in mancanza di adeguata formalizzazione.

Si intende che tale Parere dovrà contenere considerazioni strategiche sulle principali dimensioni del valore che potrebbe conseguire ma anche evidenza dei “fattori di sconto”, ovvero dei rischi connessi alla realizzazione dell’Operazione.

Affidamento e finalità dell’incarico

L’incarico affidato allo Studio Carnà srl (di seguito lo “Studio”) è stato svolto, congiuntamente, dal dottore Ascensionato Carnà e dal professore Michele Costabile (di seguito anche gli “Esperti” o gli “Scriventi”), coadiuvati dal dottore Mario Chiodi e dal dottore Luca De Feo.

Quanto alle finalità, come anticipato, il Parere sarà a supporto degli Organi di Governo e Controllo della Società nella delicata fase di valutazione delle opportunità strategiche - declinate in termini di mercato, *operation* e tecnologie, organizzazione delle risorse e delle

competenze, e loro relativi impatti potenziali sulle performance economico-finanziarie del Gruppo BF (ad esempio mediante identificazione delle potenziali sinergie ovvero degli sviluppi differenziali del business di BF) – e, correlativamente, dei principali rischi connessi all’Operazione e all’integrazione degli asset.

Il Parere, in relazione alla documentazione acquisita, si declina secondo i seguenti profili:

- (i) un sintetico richiamo degli elementi essenziali del core business e delle strategie di sviluppo del Gruppo BF;
- (ii) la descrizione delle attività della Target e degli asset sottostanti;
- (iii) alcuni riferimenti alla dottrina e alla migliore pratica aziendale e professionale in tema di valutazione strategica delle operazioni di M&A (qualunque sia la forma tecnica mediante la quale le si realizzi);
- (iv) la valutazione strategica degli asset della Target sia con riferimento alla coerenza strategica e alle sinergie potenziali che con riguardo alla loro integrabilità, nella prospettiva di B.F. S.p.A.;
- (v) una valutazione strategica globale dell’Operazione con l’evidenza delle principali categorie rischi ad essa connessi.

Non di meno e per quanto di interesse, il Parere potrà essere messo a disposizione dei professionisti coinvolti nelle eventuali e successive fasi dell’Operazione, con specifico riferimento alla c.d. *due diligence* e alla progettazione esecutiva della governance dell’Operazione medesima, nonché alla sua valutazione economica.

Modalità di svolgimento dell’incarico e avvertenze preliminari

Nella stesura del Parere sono stati adottati principi generali quali:

- la razionalità, che si traduce nell’applicazione di un processo analitico chiaro e condivisibile, quantomeno per la sequenza logica nella formulazione degli argomenti e degli elementi che informano le valutazioni in esso contenute;
- la validità, intesa quale pertinenza delle informazioni e dei dati considerati rispetto all’oggetto del Parere;
- la neutralità e l’indipendenza, intesa quale rinuncia – da parte degli Esperti – ad adottare scelte meramente soggettive o metodi non legittimati in ambito accademico o professionale; ovvero a compiere valutazioni ed esprimere giudizi arbitrari e immotivati, ovvero non disinteressati, in quanto operati in non piena autonomia rispetto al committente e ai destinatari del Parere;
- la generalità, ossia l’estraneità della valutazione ad ogni effetto meramente contingente di domanda e offerta.

Sulla base di tali principi, sono stati esaminati i dati, i documenti e le informazioni elencate nel seguito del Parere. Sono state poi condotte strutturate interviste a diversi interlocutori aziendali, fra i quali:

- dottore Antonio Posa, Responsabile Commerciale e Marketing e Sviluppo GDO Horeca e B2B di Bonifiche Ferraresi S.p.A.;
- dottore Michele Pennucci, direttore agroindustriale di Bonifiche Ferraresi S.p.A.;

- dottore Vittorio Moscatelli, Amministratore Delegato di Leopoldine S.p.A..

Gli Esperti hanno inoltre interloquuto con la dottoressa Giuseppina Cenacchi, Direttore Affari Societari e Governance di Gruppo, il dottore Simone Galbignani, Senior Financial Controller.

L'incarico è stato svolto sulla base delle informazioni, dei documenti e dei dati considerati validi alla data di rilascio del Parere. Gli Esperti, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni rese disponibili dal management aziendale, e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non hanno effettuato alcun audit o due diligence sui documenti forniti.

Pertanto, non rispondono della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Eventuali inesattezze nei contenuti delle informazioni e della documentazione fornitaci, e conseguenti errori valutativi, non potranno in alcun modo essere ascrivibili agli Esperti.

Documentazione rilevante

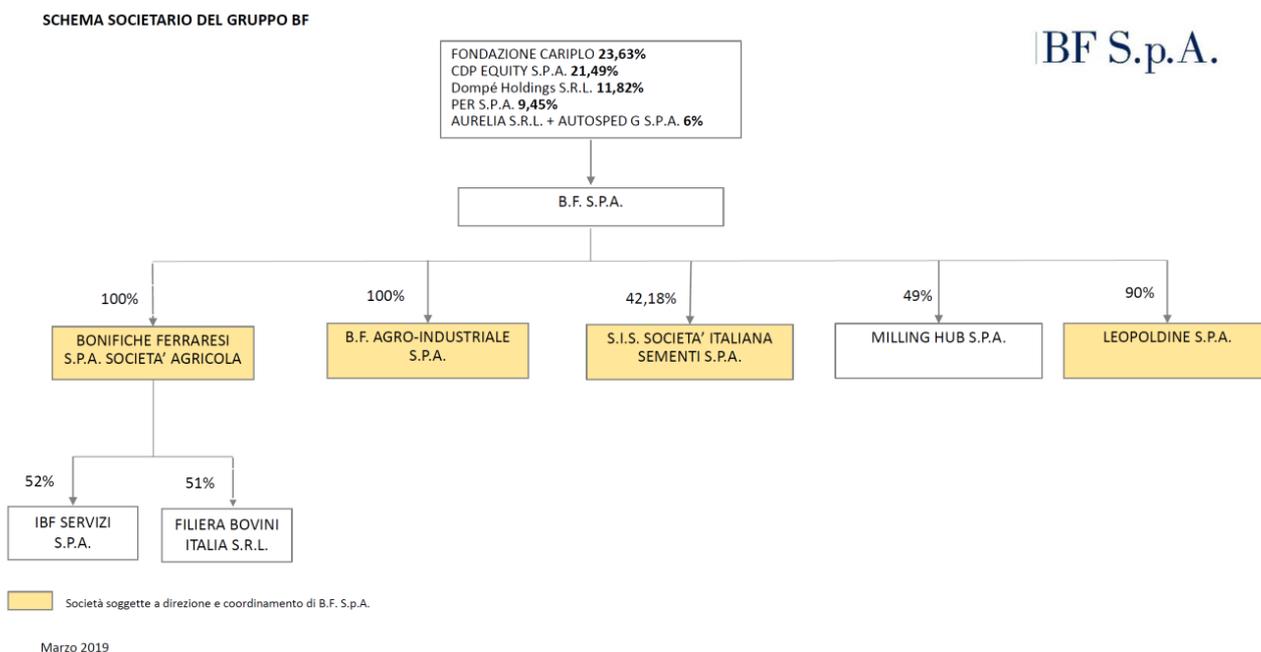
Ai fini della presente analisi il *management* del Gruppo ha fornito agli Esperti la seguente documentazione:

- Progetto di cessione della Tenuta Agricola il Cicalino;
- Societogramma con le visure di ciascuna Società del Gruppo;
- Visura camerale della Società Agricola Tenuta Il Cicalino Srl;
- Visura camerale della Newco;
- Piano industriale 2018-2020 di BF SpA;
- Documenti delle società operative del Gruppo da cui ravvisano potenziali di sinergia con la Newco;
- Bilanci recenti e/o valutazioni degli asset oggetto dell'eventuale conferimento;
- Bilanci recenti di B.F. S.p.A. e Bonifiche Ferraresi SpA;
- Deliberazioni degli organi sociali in ordine all'operazione;
- Analisi interne circa la fattibilità dell'operazione;
- Accordo di investimento tra B.F. S.p.A. e IPI S.p.A. e allegati.

2. B.F. S.p.A.: core business e strategie di sviluppo. Elementi essenziali dal piano industriale

B.F. S.p.A., società holding del Gruppo BF, nasce e si sviluppa intorno a Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola.

Oltre a Bonifiche Ferraresi fanno parte del Gruppo BF le società B.F. Agro-Industriale S.p.A., S.I.S. Società Italiana Sementi p.A., Leopoldine S.p.A., Milling Hub S.p.A., IBF Servizi S.p.A. e Filiera Bovini Italia S.r.l., come meglio illustrato nello schema sottostante.



Il Gruppo B.F. S.p.A. nel maggio 2018 ha elaborato il documento denominato “**GRUPPO B.F. S.P.A. | PIANO INDUSTRIALE 2018-2020**” che riporta le strategie e le ipotesi di sviluppo societario identificate dal management del Gruppo e fatte proprie dai competenti Organi di Governo aziendale (approvazione del CdA in data 30 maggio 2018).

Il Piano presentato e approvato parte dalla descrizione dei pilastri strategici su cui già si fondava il piano 2015-2018, che ben chiariva l’ambizione del Gruppo BF a diventare leader nella “**valorizzazione della terra**” e creare una **filiera al 100% italiana**, ponendosi come punto di riferimento **per la community agricola nazionale**.

Nello specifico, elementi essenziali di continuità nei Piani sopra menzionati sono rinvenibili nei seguenti obiettivi strategici:

- 1) **essere un esempio di eccellenza operativa nel panorama agricolo italiano**, attraverso:
 - a. Mix diversificato di business e colture (Filiera Zootecnica integrata e colture anche non tradizionali, es. piante officinali);
 - b. Economie di scale (Elevata estensione dei terreni in una moltitudine di aziende frammentate);
 - c. Tecnologie all’avanguardia (Trattamenti per ottimizzazione dei terreni, es. irrigazione/ drenaggio, georeferenziazione dei terreni e mappatura satellitare);
- 2) **valorizzare la filiera italiana, integrandosi a monte e a valle (“dal genoma allo scaffale”)**, attraverso:
 - a. Garanzia di tracciabilità della filiera;

- b. Vendita diretta alla GDO (Lancio di un proprio brand - *Le Stagioni d'Italia* - multicategoria con una Unique Selling Proposition (USP) chiara e distintiva: *100% Italiano, dal seme alla tavola*;
- 3) **migliorare la competitività del sistema agricolo italiano, erogando servizi alle aziende agricole e organizzando convegni di divulgazione e condivisione con la comunità agraria.**

Il documento, di cui nel seguito si propone un estratto grafico, ben schematizza gli elementi di continuità fra i Piani e le conseguenti realizzazioni, da cui muovono i successivi Piani. I simboli di “spunta” sotto le colonne centrali (2016-2017 e 2018) descrivono in modalità “punti-elenco” le attività realizzate, mentre gli obiettivi futuri sono riportati nell’ultima colonna a destra (2019), chiarendo la dinamica evolutiva delle strategie aziendali:

	2016-2017	2018	2019...
1 Eccellenza Operativa 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Ottimizzazione delle rese e ammodernamento macchinari ✓ Nuove colture innestate (es. piante officinali) ✓ Avvio business zootecnico (stalla da 5.000 posti) ✓ Acquisizione tenuta in Sardegna (1.000 ettari) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Georeferenziazione tenute ✓ Ampliamento delle tipologie di orticole coltivate ✓ Avvio filiera olivicola ✓ Ammodernamento della tenuta sarda in corso ✓ 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Espansione fondiaria (fase2 - Obiettivo:10k ettari) ❑ Passaporto molecolare
2 Dal genoma allo scaffale 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Avvio vendita ortofrutta in GDO Costruzione riseria e orzeria ✓ Acquisizione di SIS (azienda produttrice di sementi) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Acquisizione Zorzi (attiva nel business dei legumi secchi) ✓ Lancio brand "Stagioni d'Italia" in corso ✓ ... 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Rafforzamento del rapporto con la GDO ❑ Sviluppo offerta PL ❑ Integrazione a monte/valle su nuovi business
3 Servizi sistema agric. 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Costruzione centro congressi Jolanda ✓ Organizzazione di numerosi convegni in collaborazione con le associazioni di categoria 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Creazione di una JV con ISMEA per l'erogazione di servizi a aziende agricole (IBF servizi) 	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Costruzione polo di ricerca ❑ Ampliamento della base clienti di IBF servizi

Rileva evidenziare come dal 2018 sia stata considerata attività strategica l’“avvio filiera olivicola”, da inquadrare intuibilmente nella più generale strategia deliberata di lungo termine, volta a “valorizzare la filiera italiana, integrandosi a monte e a valle (dal “genoma allo scaffale”).

L’obiettivo chiaramente enunciato nel Piano per il periodo 2018-2020 è **rafforzare i tre pilastri strategici** con ulteriori **azioni di sviluppo**.

Il piano di crescita elaborato si articola su tre livelli di seguito testualmente richiamati:

1) Piano base: crescita organica degli attuali business in cui la società è presente:

- Lancio del brand multi-categoria Stagioni di Italia e avvio dei contratti di Private Label (PL);
- Estensione della produzione agricola e zootecnica sugli appezzamenti Sardi, acquisiti nel 2017;
- Integrazione e sviluppo delle aziende acquisite nel 2017 (Zorzi e SIS);

2) Opportunità di crescita esterne in

- Business adiacenti (trasformazione ortofrutta, integratori, attività molitoria e casearia, etc.);
- Ulteriore estensione fondiaria.

3) Full potential: integrazione con il network di 6 consorzi dei Consorzi Agrari d'Italia (CAI) creando sinergie in termini di:

- o Sviluppo del business consorzi, sia sulle attività core sia con l'avvio di nuove linee di business
- o Sviluppo del business sementiero di SIS sui consorzi

Spicca, fra gli altri, l'obiettivo di rendere *Stagioni d'Italia* il primo brand italiano che offre un prodotto agricolo industrializzato su scala nazionale, in quanto modalità elettiva per realizzare il progetto di verticalizzazione della filiera agroalimentare, ovvero portare un prodotto agricolo a scaffale su larga scala.

Il medesimo Piano prevede altresì plusvalenze immobiliari per circa complessivi 3 milioni di euro nel periodo 2018-2020, specificatamente 1 milione per anno, derivanti dalla cessione delle Leopoldine. Una scelta strategica che, come si vedrà, è stata successivamente ridisegnata mediante strategie emergenti e in parte implicite, come si evince dalla documentazione raccolta e dalle informazioni ottenute dagli esponenti aziendali intervistati. Ai fini del presente Parere, infine, è opportuno approfondire i profili societari e di business delle due entità del Gruppo BF che, in prospettiva, presentano elementi di maggiore coerenza con gli asset della Target.: 1) Bonifiche Ferraresi S.p.A. e 2) Leopoldine S.p.A..

Bonifiche Ferraresi S.p.A.

Bonifiche Ferraresi S.p.A. è l'anima agricola del Gruppo BF; opera nella coltivazione e commercializzazione di prodotti agroalimentari, con una Superficie Agricola Utilizzata di complessivi 6.500 ettari (ca.), dislocata tra la sede principale della Società, a Jolanda di Savoia (FE), e le altre proprietà fondiari situate nella province di Ferrara, Arezzo e Oristano.

Si riepilogano di seguito alcuni dati essenziali:

Jolanda di Savoia, Ferrara

Tenuta di Jolanda di Savoia: 3.850 ettari

Mirabello, Ferrara

Tenuta di Mirabello: 170 ettari

Tenuta di Poggio Renatico: 120 ettari

Santa Caterina, Arezzo

Tenuta di Cortona: 830 ettari

Tenuta di Castiglion Fiorentino: 520 ettari

Arborea, Oristano

Tenuta di Arborea: 1.000 ettari

La strategia di Bonifiche Ferraresi S.p.A., come ben chiarito dal dottore Antonio Posa, Responsabile Commerciale e Marketing e Sviluppo GDO Horeca e B2B della Società, è focalizzata sullo sviluppo e sul rapido rafforzamento del brand *Le Stagioni d'Italia*, presente già da maggio 2018 nella grande distribuzione organizzata (GDO).

Tale brand rappresenta il passaggio di Bonifiche Ferraresi S.p.A. da azienda agricola produttrice di *commodity ad azienda fortemente differenziata, in quanto integrata verticalmente*, orientata al consumatore, più evoluta ed innovativa, in grado di generare

valore attraverso il presidio di tutta la filiera agro-industriale, facendo leva sul proprio marchio di commercializzazione. L'integrazione di filiera, la tracciabilità e, ovviamente la forte connotazione *made in Italy*, rappresentano gli elementi distintivi e di autenticità del brand che pochi altri possono vantare. Elementi che come dimostra una recente ricerca di McKinsey sono alla base della percezione delle produzioni "top ranked" per sostenibilità. Tema al quale i mercati più evoluti e grandi del mondo stanno attribuendo ormai massima rilevanza.¹

Le **Stagioni d'Italia**, e le produzioni veicolate sui mercati nazionali e internazionali con tale brand, rappresentano peraltro lo snodo fondamentale della realizzazione del Piano e della missione sintetizzata dal *payoff*: "dal genoma allo scaffale".

Dall'incontro con il dottore Antonio Posa è emerso che nella gamma "obiettivo" a marchio **Stagioni d'Italia** sono considerati massimamente qualificanti i seguenti prodotti (100% Made in Italy, tracciabili e trasparenti ai diversi stakeholder del go-to-market):

- Pasta di semola tradizionale e pasta con grano "Senatore Cappelli"
- Riso tradizionale e IGP
- Legumi e cereali (marchi **Zorzi** e **Stagioni d'Italia**)
- Infusi e tisane;
- Farine - grani antichi
- Olio (Toscano)
- Miele

Nell'ambito del progetto le **Stagioni d'Italia** si innestano gli investimenti in corso di realizzazione inerenti all'oliveto nella tenuta di S. Caterina nel comune di Cortona. Su tale impianto olivicolo sono previsti nell'arco di Piano investimenti pari a 1,1 milioni di euro.

Su questo elemento specifico del Piano e della più generale strategia aziendale, è stata condotta una intervista con il dottore Michele Pennucci, direttore agroindustriale del Gruppo. E' quindi emerso che quello di Cortona è un impianto sviluppato su 168 ha di cui circa 5-6 ha con la varietà denominata Arbequina, mentre i restanti con le varietà Leccino, Frantoio e Moraiolo, connotanti la zona di provenienza (IGP Toscano).

L'impianto ha un sistema intensivo e ad alta densità con in media 12-13.000 piante per ettaro ed una produzione tendenziale media di 50q e resa di circa 17 litri per ettaro.

Si prevede che l'impianto entrerà in produzione a regime nel 2022/2023.

Leopoldine S.p.A.

Leopoldine S.p.A. è la società posseduta da B.F. S.p.A., con una quota pari al 90% del capitale, e da IPI S.p.A., con il 10% del capitale.

Come si evince dal bilancio consolidato 2017 di B.F. S.p.A., in data 19 dicembre 2017 il Consiglio di Amministrazione della Società - nell'ambito dell'attività di direzione e coordinamento delle proprie controllate - e il Consiglio di amministrazione di Bonifiche Ferraresi S.p.A. hanno approvato l'operazione di scissione parziale e proporzionale di alcuni asset di Bonifiche Ferraresi S.p.A. a favore di una società di nuova costituzione, che ha assunto la denominazione di Leopoldine S.p.A.

¹ Fonte McKinsey, 2019, *Roundtable on Sustainability Day* – Camera della Moda, Roma

La scissione ha avuto ad oggetto 21 immobili non strumentali di tipo rurale di proprietà di Bonifiche Ferraresi S.p.A., di cui 9 “Leopoldine”, 11 case coloniche e 1 villa, situati nel Comune di Cortona, in provincia di Arezzo; oltre agli immobili, principale oggetto del progetto, sono state scisse attività e passività direttamente correlate al compendio immobiliare (e.g. impianto fotovoltaico, crediti verso clienti per contratti di affitto, fondo imposte differite sorto per rivalutazione degli stessi).

Il complesso immobiliare è stato valutato da un esperto indipendente, appositamente nominato, in 9,3 milioni di Euro.

Leopoldine S.p.A. ha come scopo lo svolgimento di attività immobiliare finalizzata al recupero e alla valorizzazione del patrimonio sopra descritto.

L’operazione, come riportato nel progetto di scissione (allegato 2 dell’Accordo di investimento tra B.F. S.p.A. e IPI S.p.A. del 29 dicembre 2017), “che rappresenta un ulteriore step di attuazione del Progetto industriale approvato dal Consiglio di Amministrazione di BF in data 13 febbraio 2017 (il “Piano Industriale”), ha l’obiettivo dichiarato [...] di garantire allo stesso Gruppo BF, tramite la Società Beneficiaria (Le Leopoldine ndr), la valorizzazione del patrimonio immobiliare mediante recupero architettonico e paesaggistico degli immobili presenti sui terreni di proprietà”.

Sulla strategia di valorizzazione immobiliare emerge un’apparente divergenza strategica.

In effetti, a fronte dei contenuti del Piano 2018-2020 che prevedono, tra l’altro, la dismissione degli asset immobiliari – invero difficilmente isolabili dalle proprietà agricole su cui insistono, e quindi non agevolmente alienabili – il Gruppo BF ha operato, in coerenza con il Piano Industriale approvato il 13 febbraio 2017 dal CdA di B.F. S.p.A., in logica di progettazione di un nuovo percorso di valorizzazione di tali immobili, peraltro strategicamente ben connesso ai contenuti di valorizzazione delle filiere agricole e trasformative che stanno penetrando il mercato di consumo con il brand *Stagioni d’Italia*.

Il Progetto Leopoldine, per come oggi configurabile, rappresenta un’opzione strategica “emergente” del Gruppo BF, sperimentalmente avviata nel corso del 2018, anche a seguito della constatazione della difficile realizzazione di strategie di valorizzazione alternative – ovvero per dismissione – del patrimonio immobiliare.

L’opzione strategica emergente consiste nella valorizzazione mediante riconversione degli immobili a fini agrituristici, ed è stata oggetto di talune presentazioni nel corso dell’esercizio 2018.

Giova rilevare che, rispetto all’obiettivo di valorizzazione indicato nel Piano e quantificato in ca. 1 milione di Euro di plusvalenza in ragione di anno, la strategia di valorizzazione emergente trova ulteriore oggettivo riscontro in un aumento di capitale in denaro che, post scissione (leggasi costituzione Leopoldine S.p.A) è stato sottoscritto e versato da IPI S.p.A..

Sebbene non si tratti di un vero e proprio realizzo di flusso finanziario mediante smobilizzazione, nella logica della *value creation* quale obiettivo delle “buone” strategie, l’aumento di capitale in denaro (per circa 800.000 Euro) da parte di un partner industriale è certamente da evidenziare quale elemento solido e autentico di una strategia aziendale emergente. A corroborare questa interpretazione strategica, rafforzando l’evidenza di un commitment di IPI S.p.A., vi sono poi accordi fra le parti che consentirebbero a IPI di detenere fino al 30% di Leopoldine S.p.A. ed il ruolo del dottor Vittorio Moscatelli quale Amministratore delegato sia di IPI che di Leopoldine.

Le Leopoldine, infatti, sono immobili mediamente in pessimo stato di conservazione (anche per questo difficilmente alienabili) ma di elevato valore architettonico, storico e paesaggistico; una vera e propria “*heritage*” la cui riqualificazione potrebbe avere importanti ricadute sociali,

culturali ed economiche per tutto il territorio di riferimento. Con un positivo effetto alone ipotizzabile anche sulle proprietà agricole e sulle produzioni a marchio “Stagioni d’Italia”.

La valorizzazione architettonica – questa la strategia - passa attraverso la creazione di un circuito di nuove strutture ricettive/residenziali pensate per diversi target turistici tipici della Toscana; una regione che da sempre ha nella combinazione tra turismo culturale e turismo eno-gastronomico, a cui si stanno progressivamente aggiungendo altre forme quali il cicloturismo, un elemento vincente nel difficile e competitivo mercato del turismo su scala nazionale e internazionale.

I primi due interventi ipotizzati nel progetto Leopoldine si concentrerebbero sui punti di seguito descritti:

- CORTONA – Resort Fattoria di Creti
Realizzazione di un Resort dove attualmente si trova la cosiddetta Fattoria e le Leopoldine adiacenti, in località Fratta di Santa Caterina con un concept correlato alle coltivazioni e alla agricoltura, con la possibilità anche di meeting (aziende socie di BF hanno espresso l’interesse ad utilizzare questa struttura per convegni, presentazioni, accoglienza clienti etc.). Hilton – con un suo brand dedicato all’offerta di resort turistici - ha espresso la volontà di accompagnare la realizzazione di questa struttura progettata con almeno 100 camere, anche diffuse in più edifici adiacenti.
- CASTIGLION FIORENTINO
Intervento «modello» in Località Brolio con lo sviluppo del concept «residenziale» con valenza storico

Quasi superfluo evidenziare che le aree geografiche di cui si tratta hanno una consolidata e pure crescente capacità di attrazione turistica internazionale d’élite.

3. Società Agricola Tenuta Il Cicalino Srl: risorse ed asset aziendali

La Società Agricola Tenuta Il Cicalino S.r.l. è situata ai piedi del borgo medioevale di Massa Marittima, nel cuore della Toscana, in una zona a carattere rurale, in parte pianeggiante ed in parte collinare.

La Società Agricola Tenuta Il Cicalino si suddivide come segue:

- a. Azienda agricola
- b. Azienda agrituristica

Azienda agricola

Dai dati forniti emerge che l'Azienda Agricola si estende su una superficie di 452 ha così suddivisi:

- 93 ha (25 ha a Follonica e 68 ha a Massa Marittima) destinati ad oliveto di cui 10 ha con impianto di tipo intensivo;
- 17,8 ha destinati a robinia;
- 1,5 ha destinati a vigneto;
- 24,8 ha destinati a seminativo semplice;
- 145,8 ha di bosco ceduo in taglio;
- 9,8 ha di bosco ad alto fusto;
- 44,3 ha incolti e tare;
- 115 ha a seminativo a conduzione a Follonica.

L'attività agricola, che dalle informazioni fornite ha generato nel 2018 un volume di ricavi pari a circa 400.000 euro, è caratterizzata dall'attività di produzione e commercializzazione di olio extravergine di oliva IGP, con totali 93 ha, di cui 10 ha destinati ad oliveti intensivi (impiantati nel 2015), per un numero complessivo di 35.300 piante ad alta produttività (varietà Moraiolo, Pendolino, Leccino e Frantoio), in parte di età comprese tra gli 80 e 90 anni ed in parte costituite da giovani impianti (circa 11 anni) allevati a vaso e serviti da impianti di irrigazione a goccia.

Dalle analisi condotte, è emerso che il management de Il Cicalino ha definito un piano di sviluppo del business olivicolo che prevede:

- Incremento della capacità produttiva sia attraverso l'incremento dell'estensione dedicata alla coltivazione olivicola (già identificata la tenuta da prendere in affitto) che attraverso *blending* con oli provenienti da aziende limitrofe che assicurano il mantenimento dello stesso standard qualitativo e le stesse caratteristiche organolettiche.
- Incremento dei volumi di vendite, sia attraverso il consolidamento dei rapporti con la GDO (nel formato da 0,5l) che la vendita diretta alla clientela dell'agriturismo.

Il Cicalino possiede anche un giacimento di argilla e ghiaia in coltivazione, il cui sfruttamento prevede l'estrazione di 1.197.000 T di argilla e 350.000 T di ghiaia. Al termine della coltivazione è previsto che resterà nelle disponibilità del patrimonio aziendale un lago privato di 12,4 ha di superficie con capacità di circa 1.000.000 mc di acqua disponibile per attività ricreative e per l'utilizzo agricolo.

Azienda agrituristica

L'azienda agrituristica ricompresa nel perimetro dell'Operazione si compone di numero 6 nuclei poderali per complessivi 10 fabbricati. Tali nuclei, che rappresentavano i centri abitativi e produttivi tipici degli appoderamenti mezzadrili, risultano completamente ristrutturati e destinati ad attività agrituristica.

L'attività agrituristica ricomprende 28 unità abitative, per una complessiva capacità ricettiva di 103 posti ed ha generato un volume di ricavi pari a circa 1,1 milioni di euro.

Completano il complesso immobiliare destinato ad attività agrituristica:

- due fabbricati con due palestre, servizi (spogliatoi con docce), saune (in totale 3 saune) e idromassaggi (in totale tre piscine idromassaggio);
- una sala congressi con capienza con capienza pari a 90 posti;
- un fabbricato con uso esclusivo ristorazione della capienza di 100 posti;
- un antico romitorio.

L'azienda agrituristica include, inoltre, 5 piscine (una delle quali coperta e riscaldata) ed un campo da calcetto.

Il Cicalino ha puntato sia sul ciclo turismo che sull'enogastronomia.

Sul proprio sito web informa i visitatori, oltre che sui sapori della tradizione toscana, incluso l'olio, da degustare presso il ristorante della tenuta, in merito ai percorsi di bicicletta su strada, mountain bike o freeride intorno all'agriturismo.

Inoltre, Il Cicalino è sede di iniziative promosse dalla Mtbeer Bikeschule & Solutions gmbh che organizza eventi in bici alla Tenuta il Cicalino, in cui guide competenti accompagnano i gruppi nei tour guidati.

Il management de Il Cicalino ha anche definito un piano di sviluppo del business agrituristico che prevede:

- Miglioramento del tasso di occupazione attraverso l'associazione con i principali network online di prenotazione (dal 72% attuale all'81% dal 2020);
- Adeguamento del listino prezzi +5% rendendolo più coerente con l'offerta di fascia alta;
- Recupero di inefficienze sui costi fissi.

Dalle informazioni fornite emerge che il Cicalino è interessato nella programmazione comunale di revisione del piano strutturale del Comune di Massa Marittima da una variante di destinazione per la realizzazione di una struttura alberghiera con una capacità ricettiva di ulteriori 105 posti letto.

4. Valutazione strategica delle operazioni di M&A: dimensioni di analisi

Le operazioni straordinarie di M&A sono un'opzione ampiamente diffusa per realizzare strategie di crescita accelerata (non organica o per linee interne) o di ristrutturazione e valorizzazione di asset altrimenti non idonei a generare il valore atteso.

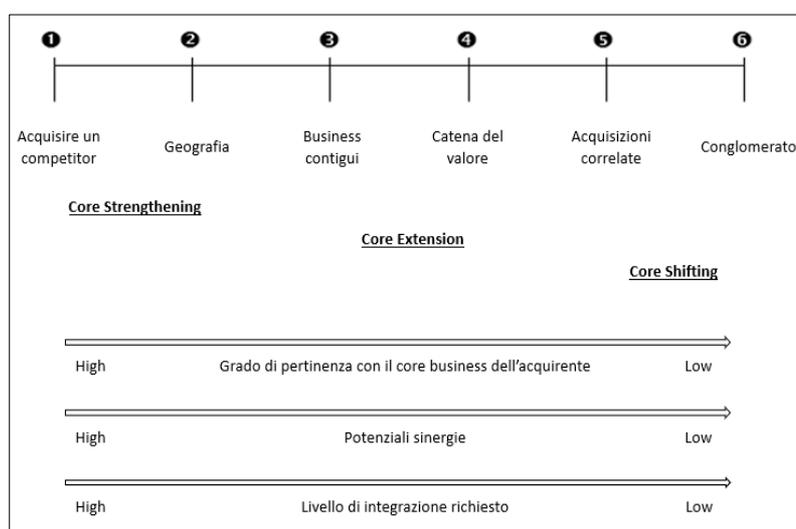
Sul punto, uno dei più noti studiosi internazionali, ben noto per i suoi contributi ai modelli di valutazione economica della strategia e di value creation - Alfred Rappaport, ha ben chiarito che "l'obiettivo di fare acquisizioni è identico a qualsiasi altro investimento associato alla strategia generale di un'azienda, vale a dire aggiungere valore"².

La creazione di valore tramite un'operazione di M&A presuppone che "l'incremento dei flussi di cassa generati dalle entità combinate risulti oltre le attuali aspettative", tale per cui i benefici superino i costi di transazione.

Questo risultato è ottenuto dalle diverse sinergie attivabili dai miglioramenti post-M&A ovvero dalla possibilità di realizzare strategie di crescita – ad esempio mediante sviluppo di nuovi mercati, sviluppo dell'offerta, maggiore o più rapida penetrazione dei mercati già serviti, ecc. ecc. – che altrimenti non sarebbero state possibili.

I razionali sottostanti le operazioni di M&A possono essere vari. Fra gli altri e senza ambizione di esaustività: acquisire o integrazioni di competitor, per accrescere le quote di mercato, realizzare economie dimensionali ovvero ampliare il portafoglio prodotti al fine di acquisire maggiore potere di mercato, a monte e valle; acquisire ovvero integrare player in grado di facilitare l'ingresso in nuovi mercati geografici; acquisire ovvero integrare aziende in mercati/business contigui a fini evolutivi ovvero di ibridazione delle competenze in risposta a dinamiche di convergenza dei mercati; acquisizioni ovvero integrazioni in logica di business technology transformation – tipica nelle strategie di open innovation, ad esempio nel mondo fintech o foodtech -.

La Figura che segue presenta un esempio di mappatura delle operazioni di acquisizione per grado di pertinenza degli obiettivi con il core business dell'acquirente:



La letteratura accademica internazionale ha prodotto numerosi modelli che, a partire dalla definizione degli obiettivi strategici delle operazioni di M&A, sostengono manager e professionisti nell'identificazione delle dimensioni da analizzare per condurre una valutazione preliminare delle opportunità e dei rischi ad esse connesse.

² Alfred Rappaport, 1998, *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, Free Press, New York

Ai fini del presente Parere viene proposta una sintesi informata di quelle principali:

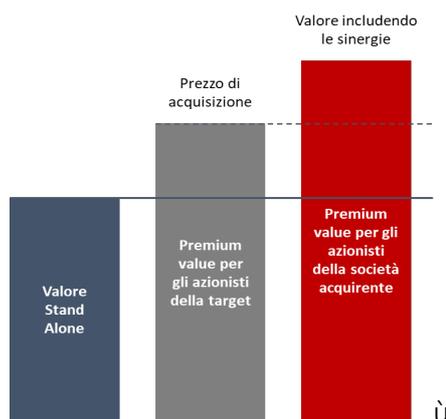
- sinergie commerciali, con riferimento ai clienti intermedi (ad esempio GD/GDO) e/o finali (famiglie o operatori del catering per la ristorazione), derivanti dall'impiego di risorse comuni idonee a generare economie di scopo ovvero ad accrescere l'efficacia delle azioni commerciali;
- sinergie nelle operation (logistica, trasformazione ovvero altre forme di gestione operativa e della tecnologia), ad esempio mediante aumento della capacità produttiva e conseguente realizzazione di economie dimensionali;
- potenziamento della capacità competitiva, ad esempio mediante ampliamento ed estensione della gamma di prodotti ovvero accrescimento del potere di mercato verso fornitori e clienti o, ancora, mediante accelerazione dei processi di penetrazione di mercati rilevanti o in forte crescita;
- potenziamento delle competenze tecnologiche, operative o di marketing, ad esempio nella capacità di proporre sistemi d'offerta interdipendenti e differenziati valorizzando asset combinati grazie all'operazione di M&A.

Come intuibile le operazioni di *M&A* sono complesse e spesso difficili da eseguire e gestire con successo, soprattutto nella delicata fase dell'integrazione e del coordinamento delle attività che in precedenza erano separate.

In questo genere di operazioni, l'idea di fondo è che la combinazione degli asset in precedenza separati produca valori superiori alla semplice sommatoria delle due società o dei singoli asset in precedenza indipendenti (figura sottostante).

Si intende che, a seconda dell'importo per il quale la società target viene acquisita, i ritorni derivanti dall'M&A verranno suddivisi in modo non uniforme tra gli azionisti della società acquirente e della target³.

Creazione di valore per l'acquirente e per il venditore



³ Tim Koller, Marc Goedhart, and David Wessels, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (New York: Wiley, 2005), 432

5. Valutazione strategica degli asset dell'Operazione Cicalino nella prospettiva di B.F. S.p.A.

Nella valutazione strategica dell'Operazione Cicalino è necessario procedere con due analisi distinte:

- la prima, concerne l'azienda agricola, la cui principale produzione di interesse è quella olivicola;
- la seconda riguarda l'attività agrituristica ed il sottostante patrimonio immobiliare.

Asset dell'azienda agricola per la produzione olivicola

Come anticipato, l'azienda agricola che rientra nel perimetro della Target, e quindi dell'Operazione Cicalino, è qualificata dalla produzione d'olio d'oliva.

In tal senso la valutazione strategica dell'Operazione nella prospettiva di B.F. è da condursi con riferimento:

- alle sinergie commerciali, specificamente realizzabili nelle politiche di offerta, stante la deliberata strategia di differenziazione con prodotti di filiera italiana al 100%, peraltro già in fase esecutiva, e di branding (olio toscano) di Bonifiche Ferraresi S.p.A.. Le sinergie commerciali sono certamente dispiegabili sia in termini di allungamento della linea "Olio d'Oliva Toscana" sia in termini di condivisione di competenze e relazioni per il go-to-market nazionale e soprattutto internazionale;
- al potenziamento della capacità competitiva, dispiegabile in un mercato – soprattutto quello internazionale – che "domanda" Olio italiano, ove possibile con garanzie di autenticità corroborate da certificazioni di filiera, riconoscendo importanti "premi" di prezzo e margini. Tale potenziamento, a seguito dell'Operazione, sarebbe qualificato dalla flessibilità di un portafoglio prodotti che può, in funzione di contingenze e mercati, operare con una logica di architettura di marche ovvero di portafoglio di marche, aggiungendo gradi di libertà alle strategie di posizionamento e valorizzazione dell'offerta;
- strutture di trasformazione, macchinari, investimenti in tecnologie e competenze operative (dalla potatura alla raccolta fino alla logistica e alle operation dato che i due impianti hanno microclima e tempi di maturazione non coincidenti). Sono tutte aree sulle quali la dimensione genera non solo economie dimensionali ma soprattutto capacità di accesso a nuove modalità operative e di gestione - e.g. dimensione ottima minima per impianti e attività (ai 168 ettari di Cortona si aggiungerebbero i 93 ettari de Il Cicalino), necessarie per competere sui mercati globali, ancorché di nicchia e "premium".

Sul dinamismo del mercato dell'olio d'oliva sono eloquenti i dati ISMEA (Istituto di Servizi per il Mercato Agricolo Alimentare) che, nel 2017, confermano l'Italia primo paese nel mondo come importatore davanti agli Usa e secondo esportatore dopo la Spagna.

La valutazione strategica deve, inoltre, considerare il ruolo del tempo.

L'attuale stato degli asset di Bonifiche Ferraresi S.p.A. in campo olivicolo infatti consente di prevedere un "go-to-market" effettivo solo a partire dal 2022/2023.

Gli impianti attivi, infatti, necessitano di tempi lunghi per raggiungere il regime di produzione necessario a presentarsi sul mercato in modo adeguato alle politiche di branding e di posizionamento che Le Stagioni d'Italia hanno adottato per pasta, riso, tisane, legumi e cereali.

L'Operazione Cicalino, insomma, accelererebbe nel percorso di completamento della gamma-base, con un olio di oliva 100% Made in Italy, concorrendo ad anticipare, o comunque, a rispettare la previsione del 2022/2023.

La dimensione aggregata delle due produzioni (Cortona + Cicalino) consentirebbe, pertanto, di perseguire con maggiore velocità la sperimentazione ed il lancio di un prodotto aumentato grazie alle tecnologie dello smart package, dell'etichetta parlante e della tracciabilità di filiera, lato marketing; dell'agricoltura di precisione e delle più avanzate tecnologie di gestione degli impianti, della trasformazione, del packaging e della logistica, lato "produzione".

Rileva, infine, evidenziare che le due produzioni (quella in via di sviluppo da parte di Bonifiche Ferraresi S.p.A. e quella che verrebbe acquisita con l'Operazione Cicalino) sono fondate sulle stesse caratteristiche di autenticità e cultivar dell'Olio Toscano IGP.

Asset dell'offerta agrituristica e strategia di valorizzazione delle Leopoldine

La valutazione strategica dell'Operazione Cicalino presenta ulteriori due elementi di complessità.

Il primo, è connesso alla nota e ricorrente differenza fra strategie deliberate ed esplicite e quelle emergenti.

Il secondo, invece, investe le molteplici aree sulle quali le canoniche aree di valutazione delle operazioni di M&A che, nella fattispecie, sono almeno tre.

Con riferimento al primo elemento di complessità, come già anticipato in sezioni precedenti del Parere, il Piano Industriale formalmente approvato dal Consiglio d'Amministrazione di B.F. S.p.A. prevede che il patrimonio immobiliare costituito dal complesso delle leopoldine e collocato nella Società Leopoldine S.p.A. venga dismesso con un obiettivo di plusvalenza definito in Euro 1 milione all'anno, nell'arco di Piano.

Ebbene, i caratteri tecnici degli immobili, la loro collocazione, il loro stato di degrado (in gran parte poco più che ruderi peraltro siti in ampie aree agricole in alcun modo "annettabili" all'immobile) e, non ultimo, la domanda di mercato nel settore immobiliare e in quello dei servizi turistici lasciano presagire riscontri non coerenti con la maggiore agibilità della tratteggiata strategia.

Per questo motivo sono state avviate una serie di attività che, ancorché non esplicitamente previste nel Piano, ovvero non ancora recepite in un formale documento di Piano, rappresentano una strategia emergente.

I documenti, i dati e gli elementi fattuali che gli Esperti hanno considerato al riguardo sono:

- l'assetto azionario corrente della Società Le Leopoldine S.p.A., che vede coinvolta IPI S.p.A. società storicamente impegnata nello sviluppo, nella valorizzazione e nella gestione di patrimoni immobiliari, anche mediante progettazione e realizzazione di attività turistiche, residenziali e commerciali, sempre in ambito immobiliare;
- la modalità tecnica di ingresso di IPI S.p.A. nel capitale della Società Leopoldine S.p.A. che, realizzato mediante aumento di capitale per un valore di Euro 809.798, dimostra il forte impegno di un partner industriale per la valorizzazione del patrimonio immobiliare, rappresentando una strategia implicita dai contorni molto netti;

- le diverse presentazioni pubbliche ed i documenti predisposti al fine di esplicitare la strategia di valorizzazione del patrimonio immobiliare in ottica turistica (si vedano gli allegati);
- i contenuti delle note integrative dei bilanci 2017 di B.F. S.p.A. e Bonifiche Ferraresi S.p.A..

In breve, è evidente che la strategia (emergente) di valorizzazione agrituristica degli immobili non sia la loro dismissione *tout court* ma la loro valorizzazione nel quadro del loro stato, della loro natura e, non da ultimo, della loro localizzazione.

Una valorizzazione da considerare, quindi, nel contesto strategico nel mercato agrituristico *latu sensu* inteso, e delle sue più recenti evoluzioni in logica di differenziazione e segmentazione della domanda con il più alto profilo di spesa.

È in questo contesto strategico che la valutazione degli asset immobiliari, e del patrimonio di attività agrituristiche che deriverebbe dall'Operazione può essere inquadrata con riferimento a tre fondamentali dimensioni:

- la strategia di valorizzazione delle c.d. Leopoldine;
- lo sviluppo del business agrituristico e il potenziamento di un originale e distintivo sistema d'offerta, nella prospettiva delle reti di mercato internazionali;
- la possibilità di rendere il business agrituristico funzionale al posizionamento delle produzioni e del brand di B.F. S.p.A., in termini di autenticità e "user experience" con effetti alone sul valore del brand.

La strategia di valorizzazione delle c.d. Leopoldine appare in qualche modo "obbligata".

La natura degli immobili e la loro localizzazione, infatti, come anticipato, può avvenire solo nel quadro naturalistico e ambientale in cui sono "immerse". E in tal senso i contenuti dei progetti descritti nei documenti riportati in allegato disegnano una strategia "agibile" e coerente con la più ampia strategia del Gruppo BF.

Lo sviluppo del business agrituristico, invece, rende chiara la coerenza strategica con gli asset che deriverebbero dall'Operazione Cicalino.

Gli asset di cui a seguito dell'Operazione disporrebbe B.F. S.p.A. hanno già un importante avviamento, costituito da 103 posti letto con un tasso di occupazione del 72% ed una prevalente clientela internazionale.

La localizzazione degli immobili in prossimità del mare, peraltro, rende particolarmente attraente la posizione nel periodo giugno-settembre.

La combinazione con gli asset di Leopoldina S.p.A., in tal senso, potrebbe consentire:

- di raggiungere un livello di massa critico idoneo a interagire con grandi catene internazionali che, in genere, sono interessate alla gestione operativa e commerciale di resort attraenti per clientela Europea e Nordamericana, già parte fedele della loro customer-base;
- di poter offrire a questi operatori una capacità ricettiva idonea a "redimere" i relevantissimi punti dei c.d. *loyalty program*, che la clientela internazionale in genere usa per godere di periodi di vacanza in paesi come l'Italia e in località quali la Toscana;
- di poter disegnare e vendere un sistema d'offerta che completa con le stagionalità intermedia quella marcatamente estiva de Il Cicalino.

Come intuibile, poi, dallo sviluppo dimensionale che deriverebbe dall'integrazione delle due "property" dedicate al mercato agrituristico discendono numerose potenziali sinergie commerciali e distributive, oltre che operative (economie di scala) e di gestione delle risorse (a cominciare dalla allocazione delle risorse umane differenziata in funzione dei periodi di punta).

Non secondario, infine, nella differenziazione "geografica" delle due location la possibilità di proporre pacchetti di "amenities" differenziati su dimensioni ludiche ovvero sportive e salutistiche (e.g. cicloturismo) che dischiudono notevoli opportunità di "cross-selling".

In ultimo, è da considerare rilevante non solo e non tanto qualche ulteriore canale di vendita, quanto come *touchpoint* esperienziale con la clientela target dei prodotti a marchio, la possibilità di offrire servizi di ristorazione e di vendita dei prodotti di B.F. S.p.A.

In tal senso tanto più i prodotti sono degustati e acquistati "in loco" tanto più forte è l'immagine di autenticità, che come detto è la vera "brand essence" della marca **Le Stagioni d'Italia**.

Ancora, è ampiamente dimostrato che l'acquisto percepito a "chilometro zero" consente di connettere percettivamente al prodotto e alla marca l'esperienza polisensoriale del territorio, creando un positivo effetto alone che alimenta reciprocamente le produzioni agricole e l'offerta agrituristica.

6. Ulteriori elementi rilevanti dell'Operazione

Sono stati descritti nel Parere i connotati principali dell'Operazione.

Tuttavia, gli Esperti non hanno avuto la possibilità – non solo perché estraneo al mandato ricevuto ma anche in relazione alle informazioni in nostro possesso - di analizzare i profili giuridici, societari ed economico-finanziari connessi al conferimento nella NewCo.

Ci si riferisce, in particolare, al fisiologico legame tra la “conferente” e la stessa “NewCo” a seguito del *carve-out*, da cui potrebbero discendere, tra gli altri, rischi relativi alla salvaguardia dei diritti del ceto creditorio e dei soci delle Società coinvolte nell'Operazione stessa.

Inoltre, dalla lettura della Visura Camerale de *Il Cicalino*, aggiornata alla data del 6 febbraio 2019, emerge la seguente composizione sociale, con indicati i gravami esistenti sulle quote (SE&O):

Socio	Quota		Note
	valore nominale	%	
Lenzi Fiorella	2.000,00 €	0,06%	-
OCRIM SPA	30.000,00 €	0,93%	
Pasinato Elisabetta	2.000,00 €	0,06%	
Vecchioni Federico	1.796.300,00 €	55,61%	
Agricoltura e Turismo Srl	900.000,00 €	27,86%	pegno su quote a favore di Banca CR Firenze spa - valore convenzionale e. 4.500.000
Vecchioni Federico	500.000,00 €	15,48%	pegno su quote a favore di UNICREDIT spa - importo massimo garantito e. 1.400.000
Capitale Sociale	3.230.300,00 €	100,00%	

Il Socio Agricoltura e Turismo Srl, con capitale sociale di euro 50.000, è partecipato da:

- IPI Spa, 20% (Amministratore Delegato dott. Vittorio Moscatelli);
- Filizit De Bec srl, 80%.

Inoltre, la Società Filizit De Bec a r.l., con capitale sociale di euro 46.800, è amministrata dal dott. Vittorio Moscatelli (Amministratore Unico) ed è partecipata da:

Socio	Quota	
	valore nominale	%
Del Pero Anna	15.600,00 €	33,33%
Moscatelli Elisa	7.800,00 €	16,67%
Moscatelli Vittorio	15.600,00 €	33,33%
Moscatelli Stefano	7.800,00 €	16,67%
Capitale Sociale	46.800,00 €	100,00%

Infine, la Società OCRIM p.a., con capitale sociale di euro 6.117.754,00, è amministrata dal Consiglio di Amministrazione composto dal dott. Sergio Antolini (Presidente), dott. Alberto Antolini (Amministratore Delegato), dott. Mauro Guarneri (Consigliere) ed è partecipata da:

Socio	Quota	
	valore	%
Antolini Sergio	3.058.877,00 €	50,00%
Antolini Alberto	3.058.877,00 €	50,00%
Capitale Sociale	6.117.754,00 €	100,00%

Si segnala quanto sopra affinché, ove se ne verificassero i presupposti, anche in futuro, siano adeguatamente gestiti i profili regolatori e di potenziale conflitto di interesse in sede deliberativa.

Un ulteriore profilo rilevante risiede, inoltre, nella determinazione del prezzo che deve essere considerato nella valutazione complessiva dell'Operazione.

Si è detto, infatti, che questo dovrà essere coerente alle sinergie realizzabili, con l'avvertenza che il prezzo è "certo", la sinergia è "potenziale".

7. Conclusioni

In relazione a quanto sopra descritto, limitatamente alla documentazione analizzata ed alle informazioni acquisite.

1. è stata riscontrata piena coerenza strategica e potenziale integrabilità dell'Operazione con il Piano Industriale del Gruppo BF;
2. i profili di rischio sono connessi, in larga parte e per macro-categorie,
 - i) all'effettiva realizzabilità delle sinergie descritte in relazione al prezzo del conferimento;
 - ii) all'integrazione operativa della *Target* (ci si riferisce, ad esempio, all'*execution* delle attività di integrazione nelle tempistiche e modalità adeguate; all'integrazione dei sistemi informativi; all'appropriato posizionamento dei marchi ovvero alla migrazione di alcuni marchi o alla loro architettura; fino alla effettiva flessibilità di impiego condiviso di risorse umane e impianti o macchinari, *et similia*);
 - iii) alle potenziali criticità giuridiche ed alle potenziali *liabilities* connesse all'operazione di *carve-out*. Gli aspetti tratteggiati ed una più approfondita disamina delle rischiosità potranno essere oggetto di specifiche analisi nelle eventuali e successive fasi, sia deliberative che di integrazione (i.e. *due diligence* legale, fiscale, organizzativa, etc.).

Ascensionato Carnà



Michele Costabile

