



B.F. S.p.A.

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 174.656.465,00

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI B.F. S.P.A.
SUL PUNTO 3 ALL'ORDINE DEL GIORNO, IN PARTE STRAORDINARIA,
DELL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI B.F. S.P.A. CONVOCATA, IN SEDE
ORDINARIA E STRAORDINARIA, PER IL GIORNO 21 DICEMBRE 2021 IN UNICA
CONVOCAZIONE**

PREDISPOSTA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE E ARTICOLO 72, COMMA 1-BIS, DEL REGOLAMENTO ADOTTATO DALLA CONSOB CON DELIBERA NUMERO 11971 DEL 14 MAGGIO 1999 E IN CONFORMITÀ ALL'ALLEGATO 3A, SCHEMI NUMERI 2 E 3, AL PREDETTO REGOLAMENTO NONCHÉ DELL'ARTICOLO 125-TER DEL DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, NUMERO 58, IN RELAZIONE ALL'OPERAZIONE DI AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE A PAGAMENTO DI B.F. S.P.A., CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, QUINTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, DA LIBERARSI MEDIANTE CONFERIMENTO IN DENARO E RISERVATO A ENI S.P.A. O A UNA SOCIETÀ DALLA STESSA CONTROLLATA.

18 NOVEMBRE 2021

INDICE

I.	PREMESSA	3
II.	DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'AUMENTO DI CAPITALE ENI	4
II.1	Illustrazione dell'Aumento di Capitale ENI e delle motivazioni	4
II.2	Riflessi attesi sui programmi gestionali della società e sulla prevedibile chiusura dell'esercizio in corso.....	5
II.3	Manifestazioni d'interesse alle sottoscrizioni dell'Aumento di Capitale ENI	6
III.	MOTIVAZIONI DELL'ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE.....	6
IV.	CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI E VALUTAZIONI SULLA SUA CONGRUITÀ	7
IV.1	Premessa	7
IV.2	I criteri adottati	8
IV.3	L'“ <i>andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre</i> ”	8
IV.4	Il “ <i>Valore del patrimonio netto</i> ”	9
IV.5	Conclusioni	10
IV.6	Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni	11
V.	NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO, PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI.....	12
VI.	ADEMPIMENTI E TEMPISTICA.....	12
VII.	EFFETTI SUL CAPITALE	13
VIII.	MODIFICAZIONI DELLO STATUTO	14
IX.	DELIBERAZIONE PROPOSTA ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI BF, IN MERITO AL PUNTO 3 ALL'ORDINE DEL GIORNO IN PARTE STRAORDINARIA	16

I. PREMESSA

Signori Azionisti,

l'Assemblea di B.F. S.p.A. (“**BF**” o la “**Società**”) è stata convocata, in sede ordinaria e straordinaria, per il giorno 21 dicembre 2021, in unica convocazione, al fine di deliberare – tra le altre cose – in merito alla proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, del Codice Civile, in via inscindibile, per un ammontare di Euro 19.999.998,75, di cui Euro 6.201.550,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 13.798.448,75 a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2022, con emissione di numero 6.201.550 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 3,225, di cui Euro 1,000 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 2,225 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo (le “**Nuove Azioni**”), da liberarsi mediante conferimenti in denaro e riservato ad ENI (come *infra* definita) (l’“**Aumento di Capitale ENI**”).

L'offerta in sottoscrizione a ENI delle Nuove Azioni di compendio dell'Aumento di Capitale ENI integrerà una fattispecie di sollecitazione all'investimento esentata dalla redazione e pubblicazione di: (i) un prospetto informativo relativo all'offerta di sottoscrizione ai sensi dell'esenzione di cui all'articolo 1, comma 4, lettera b), del Regolamento (UE) numero 1129 del 2017 (il “**Regolamento Prospetti**”);⁽¹⁾ e (ii) un prospetto informativo relativo all'ammissione alle negoziazioni delle Nuove Azioni ai sensi dell'esenzione di cui all'articolo 1, comma 5, lettera a), del Regolamento Prospetti.⁽²⁾

La presente relazione (la “**Relazione**”) illustra i termini e condizioni, le ragioni e gli effetti attesi dell'Aumento di Capitale ENI, nonché i criteri adottati per la determinazione del prezzo d'emissione unitario delle Nuove Azioni e le conseguenti modifiche allo statuto sociale di BF (lo “**Statuto**”).

Il Consiglio di Amministrazione di BF, nella riunione del 18 novembre 2021, ha approvato la presente Relazione che è stata, quindi, messa a disposizione del pubblico, nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile, e che perciò è stata depositata presso la sede sociale in Jolanda di Savoia (Ferrara), via Cavicchini, 2, sul sito *internet* della Società, all'indirizzo “www.bfspa.it” sezione “*Investor Relations – Assemblea*”, nonché presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato, all'indirizzo “www.1info.it”.

Si precisa che la Società provvederà altresì a mettere a disposizione del pubblico, nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile, 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⁾ “L'obbligo di pubblicare il prospetto di cui all'articolo 3, paragrafo 1, non si applica ai seguenti tipi di offerta pubblica di titoli: [omissis] l'offerta di titoli rivolta a meno di 150 persone fisiche o giuridiche per Stato membro, diverse dagli investitori qualificati”. Si veda al riguardo quanto *infra* descritto.

⁽²⁾ “L'obbligo di pubblicare il prospetto di cui all'articolo 3, paragrafo 3, non si applica all'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei tipi di titoli seguenti: a) i titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato, a condizione che essi rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 20% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato”. Tale soglia non è superata né considerando il solo Aumento di Capitale ENI né considerando tale aumento congiuntamente a quello da liberarsi in denaro, oggetto di separata ma contestuale proposta all'Assemblea, riservato ad Intesa San Paolo S.p.A..

II. DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'AUMENTO DI CAPITALE ENI

II.1 Illustrazione dell'Aumento di Capitale ENI e delle motivazioni

L'Aumento di Capitale ENI è parte integrante e imprescindibile dell'operazione (l'"Operazione"), volta a instaurare un rapporto di collaborazione duratura con ENI, una delle principali società italiane operante in tutta la filiera dell'energia con azioni negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al fine di perseguire la creazione di valore per gli azionisti e gli *stakeholder* di BF. In particolare, l'Operazione si articola in tre elementi funzionalmente collegati:

- (i) la costituzione di una *joint venture* tra ENI e BF ovvero società dalla stessa controllate (il "**Gruppo BF**");
- (ii) l'acquisto da parte di Eni S.p.A. o di una società dalla stessa controllata ("**ENI**") di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola ("**Bonifiche Ferraresi**"); nonché
- (iii) l'investimento di ENI nel capitale sociale di BF.

(i) La *joint venture* tra ENI e BF

La *joint venture* avrà quale oggetto e scopo: (a) lo svolgimento di attività di ricerca, sperimentazione e analisi da parte di BF o di società del Gruppo BF su sementi di piante oleaginose al fine di poterle utilizzare come *feed-stock* per le bio-raffinerie ENI; (b) la valutazione della possibilità di produrre economicamente le stesse sementi nei Paesi in cui ENI è presente; (c) la possibilità di sviluppare progetti pilota in uno o più dei Paesi in cui ENI è presente, e (d) la formazione di personale di ENI o della *joint venture* che possa essere utilizzato nelle filiere di sviluppo dei progetti di *biofeedstock*.

(ii) L'acquisizione di una partecipazione in Bonifiche Ferraresi da parte di ENI

L'Operazione prevede che ENI investa nel Gruppo BF acquistando da BF una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Bonifiche Ferraresi. In particolare, BF venderà e trasferirà a ENI, che acquisterà, n. 393.750 azioni di Bonifiche Ferraresi, rappresentative del 5% del capitale sociale della stessa, a fronte del pagamento di un prezzo pari ad Euro 20.000.000. L'acquisto della partecipazione in Bonifiche Ferraresi da parte di ENI consentirà a quest'ultima di assumere il ruolo di investitore strategico (c.d. *anchor investor*), facendo così venir meno la condizione risolutiva a cui Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca ed Equiter – Investimenti per il Territorio S.p.A. avevano assoggettato il loro investimento in Bonifiche Ferraresi, come risulta dai comunicati stampa diffusi dalla Società rispettivamente in data 30 giugno 2021 e 3 novembre 2021.

(iii) L'investimento nel capitale sociale di BF da parte di ENI

L'investimento nel capitale sociale di BF da parte di ENI avverrà mediante la sottoscrizione e liberazione in denaro dell'Aumento di Capitale ENI a esito del quale ENI deterrà una partecipazione complessivamente pari al 3,43% del capitale sociale di BF. Tale parte imprescindibile dell'Operazione è finalizzata a rafforzare ulteriormente la *partnership* strategica tra ENI e il Gruppo BF e a consentire

di creare un rapporto stabile tra i due gruppi.

Dal punto di vista contrattuale, l'Operazione è disciplinata da specifica documentazione sottoscritta in data 18 novembre 2021 e, in particolare, da:

- (i) un accordo quadro tra ENI, BF, BF Agricola e Bonifiche Ferraresi (l'“**Accordo Quadro**”), che disciplina sia la costituzione e la gestione della *joint venture*, sia l'investimento nel capitale sociale di BF da parte di ENI; e
- (ii) un contratto di compravendita, che regola la cessione delle azioni di Bonifiche Ferraresi da BF ad ENI, cui si accompagna un patto parasociale riguardante la partecipazione di ENI in Bonifiche Ferraresi.

A conferma della stabilità dell'investimento di ENI in BF; l'Accordo Quadro prevede anche un impegno di *lock-up*. In particolare, ENI ha assunto nei confronti della Società l'impegno, per un periodo di diciotto 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 sottoscritte (l'“**Impegno di Lock-Up**”).

L'Aumento di Capitale ENI contribuirà al perseguimento degli obiettivi strategici della Società previsti dal piano economico-finanziario 2021 - 2023 del Gruppo BF oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società nel marzo 2021 (il “**Piano**”) e, in particolare:

- (i) gli investimenti di crescita interna, quali l'avvio di nuovi progetti di sviluppo nel settore agroindustriale e nelle colture e/o attività *non food*, anche con il rafforzamento e la crescita dell'attività di ricerca e sviluppo e la valorizzazione delle risorse umane;
- (ii) gli investimenti di crescita per linee esterne, volti al presidio delle filiere agro-industriali nelle quali il Gruppo BF opera.

Il Consiglio di Amministrazione ha quindi ritenuto che la proposta all'Assemblea dell'Aumento di Capitale ENI, aumento inscindibile con esclusione del diritto di opzione, sia ragionevolmente il modo più idoneo per perseguire gli interessi della Società, con la migliore garanzia di risultato. L'Aumento di Capitale ENI, infatti, è intrinsecamente connesso e strumentale a:

- (a) la realizzazione dell'Operazione, che è da ritenersi strategica in quanto, tra l'altro, relativa al settore delle energie rinnovabili che è in espansione a livello globale e tenuto conto delle prospettive di sviluppo in tale settore per il Gruppo BF, anche insieme a ENI;
- (b) la realizzazione di una *partnership* strategica tra ENI e BF;
- (c) il reperimento di risorse finanziarie per l'attuazione dei piani di BF.

II.2 Riflessi attesi sui programmi gestionali della società e sulla prevedibile chiusura dell'esercizio in corso

Le risorse di cui BF si doterà in esito all'esecuzione dell'Aumento di Capitale ENI concorreranno alla piena attuazione del Piano e, in particolare, delle strategie di investimento della Società.

Più nello specifico, la Società intende impiegare i mezzi propri rivenienti dall' Aumento di Capitale ENI per:

- (i) gli investimenti di crescita interna e, più in particolare, l'avvio di nuovi progetti di sviluppo nel settore agroindustriale e nelle colture e/o attività *non food*, anche con il rafforzamento e la crescita dell'attività di ricerca e sviluppo e la valorizzazione delle risorse umane;
- (ii) gli investimenti di crescita per linee esterne, volti al presidio delle filiere agro-industriali nelle quali il Gruppo BF opera.

Pertanto, i principali vantaggi e sinergie attesi sono:

- la minimizzazione dell'impegno di risorse finanziarie connesse alla costituzione della *joint venture* con ENI prevista nell'ambito dell'Operazione;
- il potenziamento ed efficientamento delle tenute agricole, al servizio degli altri segmenti di business aziendali, e delle strutture produttive, al servizio del prodotto confezionato;
- la penetrazione, attraverso acquisizioni anziché attraverso crescita per linee interne, in alcuni segmenti di *business* (settore produzione e commercializzazione di servizi e prodotti tecnici per il settore agro-industriale).

Si prevede che i proventi dell'Aumento di Capitale ENI non generino effetti economici né finanziari nell'esercizio in corso.

II.3 Manifestazioni d'interesse alle sottoscrizioni dell'Aumento di Capitale ENI

Come sopra indicato, in data 18 novembre 2021 è stato sottoscritto l'Accordo Quadro, con cui ENI ha assunto l'impegno di sottoscrivere e liberare in danaro l'Aumento di Capitale ENI.

III. MOTIVAZIONI DELL'ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

Ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del codice civile, "*le ragioni dell'esclusione*" del diritto di opzione devono essere illustrate dagli amministratori, in particolare – fondandosi l'Aumento di Capitale ENI sull'esclusione ai sensi del quinto comma del medesimo articolo – sotto il profilo della descrizione dell' "*interesse della società*" che esige l'esclusione.

L'Aumento di Capitale ENI è parte integrante e imprescindibile dell'Operazione, che riveste un'importanza strategica per la Società dal punto di vista industriale, in quanto prevede lo sviluppo, da parte di BF, di nuovi progetti nel mondo agroalimentare e nelle colture e attività *non food*.

Il rafforzamento del legame tra BF ed ENI e la stabilità della *partnership* sono aspetti fondamentali dell'Operazione; l'Aumento di Capitale ENI è a ciò funzionale. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ragionevolmente ritiene che l'obiettivo del rafforzamento del legame con ENI sia perseguibile – con la miglior garanzia di risultato ed il miglior temperamento di interessi possibile – attraverso la deliberazione di un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, tenuto conto, in particolare, di quanto segue:

- l’Aumento di Capitale ENI consente di realizzare la *partnership* tra ENI e BF permettendo l’ingresso della prima nel capitale della Società;
- l’investimento di ENI garantirà la presenza nel capitale di BF di un investitore di lungo periodo (considerato, *in primis*, l’Impegno di Lock-Up), interessato a supportare i piani della Società in qualità di *partner* industriale e non di investitore speculativo, con conseguente indubbio miglioramento della qualità della qualità del capitale;
- la sottoscrizione dell’Aumento di Capitale ENI costituisce, inoltre, un modo rapido ed efficiente per reperire capitale di rischio da impiegarsi al fine di perseguire il piano di crescita e di espansione della Società e del Gruppo BF.

IV. CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI E VALUTAZIONI SULLA SUA CONGRUITÀ

IV.1 Premessa

Si illustrano di seguito i criteri utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di BF per determinare i termini e condizioni dell’Aumento di Capitale ENI.

Si precisa che il Consiglio di Amministrazione di BF ha effettuato le proprie analisi, valutazioni e considerazioni con il supporto di un *advisor* indipendente di primario *standing* (l’“**Advisor**”) nominato a supporto delle determinazioni del Consiglio di Amministrazione di BF stesso in merito all’Aumento di Capitale ENI. Il Consiglio di Amministrazione di BF ha valutato l’esperienza, la professionalità e la competenza – in rapporto alla natura dell’operazione – dell’Advisor e ne ha confermato l’indipendenza, non correlazione e assenza di conflitti di interesse.⁽³⁾

L’Advisor ha rilasciato in data 17 novembre 2021 la propria *fairness opinion*.

I contenuti della *fairness opinion* sono stati condivisi e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione di BF ai fini della determinazione dei termini e condizioni dell’Aumento di Capitale ENI.

Le valutazioni alla base della determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni sono state effettuate considerando, tra l’altro, i seguenti documenti:

- (i) relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2021;
- (ii) lettera di intenti sottoscritta in data 5 luglio 2021 tra BF, Bonifiche Ferraresi ed ENI;
- (iii) documento di presentazione della *partnership* con ENI esposto durante la riunione del comitato rischi di BF del 24 settembre 2021;
- (iv) documento predisposto da Equita “*Ottobre 2021 – Project Farm – Considerazioni preliminari*”

⁽³⁾ Nella propria *fairness opinion*, l’Advisor ha dichiarato che alla data della relazione: (i) i professionisti del proprio studio coinvolti nello svolgimento dell’incarico non rivestono (alla data dell’*opinion* stessa) né hanno rivestito in passato cariche sociali negli organi di BF e delle sue società controllate; (ii) i medesimi professionisti hanno svolto servizi di consulenza professionale per conto di società del Gruppo BF, ma che gli importi fatturati in relazione ai citati mandati sono di entità non significativa rispetto al volume d’affari dell’Advisor; e, pertanto, (iii) alla data di emissione della *fairness opinion* non sussistono circostanze tali da pregiudicare l’indipendenza del giudizio richiesto.

sull'aumento di capitale" e successivo aggiornamento;

- (v) *equity report* riguardante BF, predisposto da Equita in data 14 novembre 2019;
- (vi) il Piano;
- (vii) dati di mercato (corsi di borsa, volumi scambiati, ecc.) tratti da banche-dati specializzate (i.e. FactSet).

IV.2 I criteri adottati

Il Consiglio di Amministrazione ha determinato il prezzo di emissione delle azioni applicando uno sconto del 10% rispetto alla media ponderata (per i volumi trattati) dei prezzi del titolo BF registrati nell'ultimo trimestre terminante il 17 novembre. Il prezzo medio ponderato del titolo nell'ultimo trimestre è pari a 3,583. Applicando ad esso lo sconto del 10% risulta un prezzo di emissione delle azioni pari a Euro 3,225.

La valutazione di congruità finanziaria del prezzo di Euro 3,225 è stata svolta in coerenza con le previsioni dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, ai sensi del quale la determinazione del prezzo delle azioni da emettersi nell'ambito di un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione deve essere fatta *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati quali quelle di BF, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*.

I due elementi presi a riferimento sono stati, quindi, (i) l'andamento semestrale delle quotazioni borsistiche per l'azione BF e (b) il valore del capitale economico della società oggetto dell'aumento di capitale.

IV.3 L'"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"

Uno dei riferimenti valutativi previsti dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile è rappresentato da *"l'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"*.

Il grafico riportato di seguito rappresenta, con riguardo agli ultimi 6 mesi (17 novembre 2021-18 maggio 2021) l'andamento giornaliero del prezzo dell'azione BF e i relativi volumi scambiati. La successiva tabella espone l'ultimo prezzo oggi disponibile per l'azione BF (Euro 3,520) e la media – sia aritmetica sia ponderata rispetto ai volumi scambiati – dei prezzi di Borsa della medesima azione calcolata lungo orizzonti temporali differenziati all'interno del periodo semestrale considerato.

Grafico n. 1 – Andamento semestrale dei prezzi e dei volumi scambiati dell'azione BF⁴

⁴ Le transazioni significative, per volumi, intervenute il 30 giugno 2021, sono avvenute il giorno della cessione da parte di BF del 2,5% di Bonifiche Ferraresi a Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca.



Tabella n. 1 – Prezzo spot e medio dell’azione BF nell’ultimo semestre

B.F. S.p.A.	Media aritmetica	Media ponderata
Spot	3,520	3,520
Media 1 mese	3,560	3,561
Media 2 mesi	3,588	3,585
Media 3 mesi	3,587	3,583
Media 4 mesi	3,596	3,595
Media 5 mesi	3,600	3,634
Media 6 mesi	3,617	3,643

I dati sopra esposti evidenziano una significativa stabilità del prezzo del titolo BF nell’orizzonte temporale (semestrale) esaminato. I prezzi considerati (cfr. tabella n. 1) variano tra un minimo di Euro 3,520 (dato *spot* al 17 novembre 2021) e un massimo di Euro 3,643 (media ponderata a 6 mesi), con uno scostamento percentuale ridotto pari a circa il 4%.

Il valore di Euro 3,583, ed espressivo della media ponderata dell’ultimo trimestre, appare costituire un riferimento coerente con il precetto codicistico per quanto attiene alla considerazione delle quotazioni di Borsa.

IV.4 Il “Valore del patrimonio netto”

Il Consiglio di Amministrazione ha altresì verificato che il valore di Borsa pari ad Euro 3,583 fosse coerente anche con l’altro riferimento valutativo previsto dall’art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, cioè il “valore del patrimonio netto”. Tale verifica assume particolare significato anche in considerazione del fatto che il titolo BF si caratterizza per volumi di scambio contenuti⁵.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione della Società ha osservato che:

⁵ Salvo lo specifico momento (di cui si è riferito nella nota precedente), il grafico mostra scambi giornalieri inferiori a numero 20.000 azioni a fronte di n. 174.656.465 azioni che complessivamente compongono il capitale della Società. In relazione a tale ultimo aspetto (volumi degli scambi), sono state svolte anche ulteriori specifiche analisi, che evidenziano il ridotto grado di liquidità dell’azione BF. Il flottante di BF è del 22% circa, a fronte di un flottante medio delle *mid-cap* quotate italiane pari a ca. il 40%. Il *turnover* annuale dell’azione BF, cioè il rapporto tra numero di titoli scambiati in un anno e numero complessivo di azioni in circolazione, è pari a ca. il 4%, a fronte del corrispondente dato medio delle *mid-cap* quotate italiane pari a ca. il 60%. Il *turnover* annuale dell’azione BF calcolato rispetto al numero di azioni componenti il flottante (in luogo del numero complessivo di azioni) è pari a ca. il 20%, a fronte del corrispondente dato medio delle *mid-cap* quotate italiane pari a ca. il 140%. I dati indicati sono riferiti al 16 novembre 2021 (fonte dei dati: FactSet).

- i Principi Italiani di Valutazione (PIV) predisposti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) prevedono che, in occasione di emissioni azionarie riservate, *“la stima del prezzo di offerta deve assumere come configurazione di valore di riferimento il valore normale di mercato”* (cfr. PIV, § IV.3.2). Il *“valore normale di mercato”* è definito come *“il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali?”* (cfr. PIV, § I.6.12). Si tratta quindi di un valore che stempera picchi e flessioni dei corsi di Borsa e ancorato ai valori fondamentali dell'emittente;
- considerato il richiamo dei PIV, nella definizione del *“valore normale di mercato”*, ai *“fondamentali”* di impresa, per la stima del *“valore del patrimonio netto”* di BF, è stato considerato ragionevole, in presenza del Piano, l'impiego del metodo finanziario *unlevered discounted cash flow* (UDCF); inoltre
- la ragionevolezza della stima basata sull'UDCF è stata testata utilizzando la metodologia c.d. *“Sum of Parts”* (SoP), considerando le attività e le passività di BF e valorizzando, ove possibile, le partecipazioni che BF detiene nelle società del Gruppo BF sulla base di riferimenti terzi di prezzo o valore.

L'applicazione del metodo UDCF ha condotto a un valore dell'azione BF pari a Euro 3,60, mentre l'applicazione del metodo SoP ha condotto a un valore dell'azione BF pari a Euro 3,46. Questi due valori sono parsi coerenti in quanto si discostano tra di loro del 4% circa.

IV.5 Conclusioni

Alla luce delle analisi condotte e sopra rappresentate, il Consiglio di Amministrazione ha quindi osservato quanto segue:

(i) il prezzo medio ponderato registrato dal titolo BF nell'ultimo trimestre, pari a Euro 3,583, è coerente con le quotazioni osservabili nell'orizzonte semestrale richiamato dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e con le valutazioni fondamentali del titolo condotte impiegando due distinti criteri: UDCF (Euro 3,60) e SoP (Euro 3,46). Conseguentemente, il prezzo medio ponderato del trimestre appare coerente con il concetto di *“valore normale di mercato”* da assumere a riferimento per la valutazione della congruità del prezzo di offerta secondo i PIV;

(ii) il fatto che il prezzo di Euro 3,225 si collochi al di sotto del valore calcolato con i criteri UDCF (Euro 3,60) e SoP (Euro 3,46) e con le quotazioni di borsa (Euro 3,583) appare coerente con le seguenti circostanze:

- di norma gli aumenti di capitale liberati in denaro e senza clausole di *lock-up* sono offerti a sconto rispetto alle quotazioni. Ciò al fine di rendere appetibile l'aumento per gli investitori rispetto all'alternativa di acquistare le azioni direttamente sul mercato. Tali sconti, in operazioni di aumenti di capitale riservati concluse in Italia tra il 2016 e il 2021 con riguardo a società quotate, si collocano tra il 3% e il 14%. Lo sconto, nel caso di specie (10%), rientra dunque nel *range* di mercato; e
- il fatto che lo sconto applicato nel caso di specie si collochi nella parte alta del *range* di mercato trova spiegazione nella circostanza che le azioni da emettersi saranno caratterizzate da impegni

di *lock-up* di 18 mesi, presentando un ridotto livello di negoziabilità rispetto agli ordinari titoli quotati. Secondo quanto riscontrato nella prassi, gli sconti sono maggiori in corrispondenza di aumenti di capitale con *lock-up*.

IV.6 Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni

Le conclusioni sopra riportate devono essere intese anche alla luce dei seguenti limiti e profili di attenzione. In particolare: (a) nello svolgimento delle valutazioni effettuate sono stati utilizzati: (i) dati previsionali, i quali, per loro natura, sono aleatori ed incerti, in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni all'azienda; (ii) il metodo UDCF, il quale prevede l'utilizzo di proiezioni economico finanziarie; (iii) dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze e volatilità dei mercati; (b) non sono state considerate indicazioni di valore derivanti dall'applicazione dei multipli P/BV ed EV/Ebitda di società quotate comparabili rispetto al Gruppo BF, le quali conducono a valori di quest'ultimo significativamente inferiori rispetto a quelli espressi dalle quotazioni di borsa; infine, (c) il fatto che il titolo BF scambi volumi ridotti sul mercato borsistico complica l'interpretazione delle quotazioni di borsa ai fini di stimare il valore normale di mercato della Società. In particolare, i valori espressi dai mercati borsistici sono stati controllati (sotto il profilo della loro congruità e idoneità ad esprimere "valori normali di mercato") con l'impiego di criteri di valutazione analitici basati sulle dimensioni fondamentali del Gruppo BF.

IV.7 Determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni

In data 18 novembre 2021, 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 dall'Advisor, ha determinato: (i) il valore complessivo dell'Aumento di Capitale ENI da proporre all'Assemblea in Euro 19.999.998,75, di cui Euro 6.201.550,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 13.798.448,75 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; (ii) il prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni, da sottoporre all'Assemblea straordinaria degli Azionisti di BF, in Euro 3,225, di cui Euro 1,000 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 2,225 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo; e conseguentemente, (iii) l'emissione di complessive numero 6.201.550 nuove azioni ordinarie BF, prive di indicazione del valore nominale, rappresentative del 3,55% del capitale sociale attuale di BF.

In data 18 novembre 2021, il Consiglio di Amministrazione di BF, in conformità con quanto previsto dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile e dall'articolo 158, primo comma, del TUF, ha provveduto a comunicare la proposta di Aumento di Capitale ENI 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.

V. NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO, PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI

Nel contesto dell'Aumento di Capitale ENI saranno emesse complessive numero 6.201.550 nuove azioni ordinarie BF prive di indicazione del valore nominale, rappresentative del 3,55% del capitale sociale attuale di BF.

Le Nuove Azioni assegnate ai sottoscrittori dell'Aumento di Capitale ENI 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. (il "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.

Il prezzo d'emissione unitario delle Nuove Azioni, pari a Euro 3,225, di cui Euro 1,000 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 2,225 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione di BF secondo quanto dettagliatamente illustrato al precedente Paragrafo IV.

VI. ADEMPIMENTI E TEMPISTICA

Si illustrano di seguito i principali adempimenti richiesti dalla disciplina applicabile ai fini dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale ENI nonché la relativa tempistica di espletamento.

In data 18 novembre 2021, il Consiglio di Amministrazione di BF ha approvato la proposta di Aumento di Capitale ENI e la presente Relazione. Successivamente, in data 18 novembre 2021, il Consiglio di Amministrazione di BF, in conformità con quanto previsto dagli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF, ha provveduto a comunicare la proposta di Aumento di Capitale ENI alla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A. nonché a trasmettere alla stessa la presente Relazione.

Come previsto dall'Articolo 32 dello Statuto, le delibere relative all'Aumento di Capitale ENI dovranno poi essere adottate con il voto favorevole del 70% del capitale sociale della Società.

Subordinatamente all'approvazione assembleare e compatibilmente coi tempi tecnici necessari, si provvederà a dare esecuzione all'Aumento di Capitale ENI e alla liberazione dello stesso mediante i conferimenti (per l'appunto, in denaro) da parte di ENI.

Le Nuove Azioni verranno emesse e assegnate ad ENI secondo le tempistiche previste dalla regolamentazione di Borsa Italiana S.p.A., ai sensi della quale, peraltro, la Società darà apposita comunicazione a Borsa Italiana S.p.A. ai fini dell'ammissione a quotazione delle Nuove Azioni.

Infine, ai sensi dell'articolo 2444 del Codice Civile, entro 30 giorni dalla sottoscrizione dell'Aumento di Capitale ENI gli amministratori di BF dovranno depositare per l'iscrizione presso il Registro delle Imprese un'attestazione che l'Aumento sia stato eseguito; contestualmente a tale attestazione, ai sensi

dell'articolo 2436, sesto comma, del Codice Civile, sarà anche depositato il testo di Statuto con l'aggiornata indicazione dell'ammontare del capitale sociale.

VII. EFFETTI SUL CAPITALE

La seguente tabella raffronta la compagine azionaria della Società alla data della presente Relazione con la compagine azionaria della Società assumendo l'esecuzione dell'Aumento di Capitale ENI nella misura massima, nonché assumendo l'esecuzione dell'aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento in denaro, proposto contestualmente all'Assemblea e riservato a Intesa San Paolo S.p.A. (l'«**Aumento di Capitale Intesa**»). 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 della presente Relazione.

A fini di completezza si evidenzia che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Intesa comporterà l'emissione di numero 6.201.550 azioni ordinarie BF, riservate a Intesa San Paolo S.p.A. , che pertanto, entrerà nella compagine azionaria di BF con una partecipazione rappresentativa del 3,43% del capitale sociale emesso in caso di esecuzione dell'Aumento di Capitale Intesa (nonché 3,32% del capitale sociale emesso in caso di esecuzione dell'Aumento di Capitale Intesa e dell'Aumento di Capitale ENI).

Per maggiori informazioni in merito all'Aumento di Capitale Intesa, si rinvia alla relativa relazione illustrativa degli amministratori predisposta ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile, e 72, comma 1-*bis*, del Regolamento Emittenti, che sarà messa a disposizione nei termini e con le modalità previsti dalla disciplina applicabile.

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 ENI	% del capitale sociale come risultante a seguito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale ENI e dell'Aumento di Capitale Intesa
Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde	20,66%	19,95%	19,29%
CDP Equity S.p.A.	18,79%	18,14%	17,54%
Dompè Holdings S.r.l.	14,07%	13,59%	13,14%
Federico Vecchioni (totale)	13,68%	13,21%	12,77%
di cui:			
- direttamente	0,03%	0,03%	0,03%
- indirettamente (attraverso Elfe s.r.l.)	0,14%	0,14%	0,13%
- indirettamente (attraverso Arum S.p.A.)	13,50%	13,04%	12,61%
Altri azionisti (*)	32,81%	35,11%	37,26%

(*) La categoria "altri azionisti" ricomprende, su base aggregata, le partecipazioni di tutti gli azionisti di BF che, alla data della presente Relazione, 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).

VIII. MODIFICAZIONI DELLO STATUTO

Nel caso l'Assemblea degli Azionisti di BF approvi l'Aumento di Capitale ENI, saranno apportate al testo dell'articolo 4 dello Statuto le conseguenti modificazioni di seguito indicate, evidenziando in carattere grassetto le parole di nuovo inserimento⁽⁶⁾, segnalando in particolare che l'introduzione del nuovo comma comporta l'espunzione dei precedenti commi quarto e quinto, in quanto riferiti ad operazioni di aumento di capitale per cui è decorso il termine di sottoscrizione.

Testo vigente	Testo proposto
Articolo 4 – Capitale sociale ed azioni	Articolo 4 – Capitale sociale ed azioni
Il capitale sociale è di Euro 174.656.465 rappresentato da n. 174.656.465 azioni, senza indicazione di valore nominale, tutte con identici diritti.	Il capitale sociale è di Euro 174.656.465 rappresentato da n. 174.656.465 azioni, senza indicazione di valore nominale, tutte con identici diritti.
È consentita, nei modi e nelle forme di legge, l'assegnazione di	È consentita, nei modi e nelle forme di legge, l'assegnazione

(6) Le modifiche proposte sono in rapporto allo statuto vigente di BF. Ove fosse approvato il nuovo statuto che costituisce oggetto dei punti 1 e 2 all'ordine del giorno in parte straordinaria dell'Assemblea convocata, in sede ordinaria e straordinaria, per il 21 dicembre 2021, la clausola transitoria qui proposta verrebbe inserita all'articolo 4 del nuovo statuto.

utili e/o di riserve di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della Società o di società controllate, mediante l'emissione di azioni ai sensi del primo comma dell'Articolo 2349 Cod. Civ.

Agli Amministratori è data facoltà per cinque anni dal 19 dicembre 2017, e così sino al 19 dicembre 2022, di aumentare gratuitamente, in via scindibile e anche in più *tranche*, il capitale sociale a servizio dell'attuazione del piano di incentivazione di lungo termine denominato "LTIP 2017-2019" per un importo di nominali massimi Euro 459.167,00 (da imputare interamente a capitale) con emissione di massime n. 459.167 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, mediante assegnazione di corrispondente importo massimo di utili o di riserve da utili quali risultanti dall'ultimo bilancio di volta in volta approvato, ai sensi dell'Articolo 2349 Cod. Civ., nei termini, alle condizioni e secondo le modalità previsti dal piano medesimo.

L'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2020 2019 di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, Cod. Civ. e in via scindibile ai sensi dell'articolo 2439, secondo comma, Cod. Civ., per un ammontare complessivo di massimi Euro 45.000.000, di cui massimi Euro 17.647.058 da imputarsi a titolo di capitale sociale e massimi Euro 27.352.941 a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 15 febbraio 2020, con emissione di massime n. 17.647.058 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 2,55, di cui Euro 1 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro e da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, agli Investitori.

L'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2019 di aumentare il 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 e 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, a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l., di una partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l., società a responsabilità limitata il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla conferente, con sede in Massa Marittima (Grosseto), località il Cicalino, capitale sociale 10.000,00 i.v., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Grosseto,

di utili e/o di riserve di utili ai prestatori di lavoro dipendenti della Società o di società controllate, mediante l'emissione di azioni ai sensi del primo comma dell'Articolo 2349 Cod. Civ.

Agli Amministratori è data facoltà per cinque anni dal 19 dicembre 2017, e così sino al 19 dicembre 2022, di aumentare gratuitamente, in via scindibile e anche in più *tranche*, il capitale sociale a servizio dell'attuazione del piano di incentivazione di lungo termine denominato "LTIP 2017-2019" per un importo di nominali massimi Euro 459.167,00 (da imputare interamente a capitale) con emissione di massime n. 459.167 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione, godimento regolare, mediante assegnazione di corrispondente importo massimo di utili o di riserve da utili quali risultanti dall'ultimo bilancio di volta in volta approvato, ai sensi dell'Articolo 2349 Cod. Civ., nei termini, alle condizioni e secondo le modalità previsti dal piano medesimo.

~~L'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2020 2019 di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, Cod. Civ. e in via scindibile ai sensi dell'articolo 2439, secondo comma, Cod. Civ., per un ammontare complessivo di massimi Euro 45.000.000, di cui massimi Euro 17.647.058 da imputarsi a titolo di capitale sociale e massimi Euro 27.352.941 a titolo di sovrapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 15 febbraio 2020, con emissione di massime n. 17.647.058 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 2,55, di cui Euro 1 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro e da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, agli Investitori.~~

~~L'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2019 di aumentare il 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 e 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, a un prezzo unitario di emissione pari a Euro 2,55, di cui Euro 1 da imputarsi a titolo di capitale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante il conferimento, in favore di BF e da parte di Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l., di una partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di Cicalino Green Soc. Agricola S.r.l., società a responsabilità limitata il cui capitale sociale è integralmente detenuto dalla conferente,~~

<p>codice fiscale e partita IVA 01650370537.</p>	<p>con sede in Massa Marittima (Grosseto), località il Cicalino, capitale sociale 10.000,00 i.v., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Grosseto, codice fiscale e partita IVA 01650370537.</p> <p>L'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 21 dicembre 2021 di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, Cod. Civ. e in via inscindibile, per un ammontare di Euro 19.999.998,75, di cui Euro 6.201.550,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 13.798.448,75 a titolo di sovrapprezzo, con emissione di n. 6.201.550 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 3,225, di cui Euro 1,000 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 2,225 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro, da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, ad Eni S.p.A. o a una società dalla stessa controllata e da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2022.</p>
--	---

Le modificazioni allo Statuto sopra evidenziate non comportano il diritto di recesso in capo agli Azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione in quanto non ricorre alcuno dei casi contemplati dall'articolo 2437 del codice civile né da altre disposizioni di legge o regolamentare vigenti e applicabili.

IX. DELIBERAZIONE PROPOSTA ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI BF, IN MERITO AL PUNTO 3 ALL'ORDINE DEL GIORNO IN PARTE STRAORDINARIA

“L'assemblea degli Azionisti di B.F. S.p.A., in sede straordinaria,

- esaminata la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione, redatta ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, dell'articolo 125-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, numero 58 nonché dell'articolo 72, comma 1-bis, del regolamento adottato dalla Consob con delibera numero 11971 del 14 maggio 1999, in conformità all'allegato 3A, schemi numero 2 e 3, al predetto regolamento, pubblicata ai sensi di legge;

- preso atto del parere di congruità del prezzo d'emissione, redatto 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 e pubblicato ai sensi di legge

d e l i b e r a

- (1) *di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, del Codice Civile e in via inscindibile, per un ammontare di Euro 19.99.998,75, di cui Euro 6.201.550,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 13.798.448,75 a titolo di sovrapprezzo, con emissione di n. 6.201.550 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo d'emissione*

unitario pari ad Euro 3,225, di cui Euro 1,000 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 2,225 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, ad Eni S.p.A. o a una società dalla stessa controllata e da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2022 (l'“Aumento di Capitale ENI”);

- (2) *di eliminare il quarto e il quinto capoverso dell'articolo 4 dello statuto sociale, inserendo il seguente nuovo capoverso relativo all'Aumento di Capitale ENI: L'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 21 dicembre 2021 di aumentare il capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, Cod. Civ. e in via inscindibile, per un ammontare di Euro 19.99.998,75, di cui Euro 6.201.550,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 13.798.448,75 a titolo di sovrapprezzo, con emissione di n. 6.201.550 azioni ordinarie aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione alla data di emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare, a un prezzo d'emissione unitario pari ad Euro 3,225, di cui Euro 1,000 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 2,225 da imputarsi a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro, da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, ad Eni S.p.A. o a una società dalla stessa controllata e da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2022;*
- (3) *di conferire mandato al Consiglio di Amministrazione e per esso al proprio Presidente e all'Amministratore Delegato, in via disgiunta tra loro e con facoltà di subdelega, per provvedere a quanto necessario per l'attuazione delle deliberazioni dell'Assemblea degli Azionisti di B.F. S.p.A., in sede straordinaria, ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo, i seguenti poteri: (a) predisporre e presentare qualsiasi documento, nonché espletare qualsiasi formalità (anche pubblicitaria), necessaria, prodromica, strumentale, connessa, conseguente, utile od opportuna per assicurare una pronta esecuzione, in generale, delle precedenti deliberazioni e, in particolare, dell'Aumento di Capitale ENI, dell'ammissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale ENI alla quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., di ogni inerente patto, clausola e dichiarazione, nonché ogni successivo atto o dichiarazione che dovessero risultare opportuni al fine dell'esatta ricognizione di quanto conferito; (b) emettere le nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale ENI, in regime di dematerializzazione ai sensi di legge e di statuto, nei modi previsti dall'attuale regime di dematerializzazione, presso la società emittente sino all'iscrizione nel Registro delle Imprese della attestazione di avvenuta sottoscrizione, ai sensi dell'articolo 2444 del Codice Civile; (c) predisporre e presentare alle autorità competenti e presso Borsa Italiana S.p.A. ogni domanda, istanza, documento ed espletare qualsiasi altra formalità necessaria senza esclusioni o limitazioni; (d) apportare qualsiasi modifica non sostanziale allo statuto sociale e/o alle deliberazioni dell'Assemblea degli Azionisti di B.F. S.p.A., in sede straordinaria, necessarie o opportune per l'iscrizione nel Registro delle Imprese e/o in relazione a richieste delle autorità competenti.*

Milano, 18 novembre 2021

Per il Consiglio di Amministrazione,

il Presidente

(Rossella Locatelli)

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

Agli Azionisti di
B.F. S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società B.F. S.p.A. (nel seguito "BF" o la "Società") la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 18 novembre 2021 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale di BF da perfezionarsi mediante emissione di n. 6.201.550 nuove azioni ordinarie BF del valore nominale unitario di Euro 3,225 ciascuna, da eseguirsi entro e non oltre il 31 gennaio 2022, da riservare a Eni S.p.A. (di seguito "ENI") o a una società dalla stessa controllata ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

La proposta del suddetto aumento di capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 21 dicembre 2021.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di BF si è avvalso dell'attività di supporto di un *Advisor* esterno (di seguito, l'"*Advisor*"). L'*Advisor* ha provveduto ad emettere, in data 17 novembre 2021, una *fairness opinion* finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale sociale di BF, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi dell'art. 2441, quinto e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di BF.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, l'aumento di capitale riservato ad ENI è parte integrante e imprescindibile dell'operazione volta a instaurare un rapporto di collaborazione duratura con ENI, una delle principali società italiane operante in tutta la filiera dell'energia con azioni negoziate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al fine di perseguire la creazione di valore per gli azionisti e gli stakeholder di BF. In particolare, l'operazione si articola in tre elementi funzionalmente collegati:

- (i) la costituzione di una joint venture tra ENI e BF ovvero società dalla stessa controllate (il "Gruppo BF");
- (ii) l'acquisto da parte di Eni S.p.A. o di una società dalla stessa controllata ("ENI") di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola; nonché
- (iii) l'investimento di ENI nel capitale sociale di BF.

A conferma della stabilità dell'investimento di ENI in BF, l'operazione prevede anche un impegno di *lock-up*. In particolare, ENI ha assunto nei confronti della Società l'impegno, per un periodo di diciotto 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 sottoscritte.

L'Aumento di Capitale ENI contribuirà al perseguimento degli obiettivi strategici della Società previsti dal piano economico-finanziario 2021 - 2023 del Gruppo BF oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società nel marzo 2021 e, in particolare:

- (i) gli investimenti di crescita interna, quali l'avvio di nuovi progetti di sviluppo nel settore agroindustriale e nelle colture e/o attività *non food*, anche con il rafforzamento e la crescita dell'attività di ricerca e sviluppo e la valorizzazione delle risorse umane;
- (ii) gli investimenti di crescita per linee esterne, volti al presidio delle filiere agro-industriali nelle quali il Gruppo BF opera.

3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione".

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 18 novembre 2021 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 18 novembre 2021 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- Statuto della Società, anche nella versione preliminarmente integrata dalle modifiche proposte dal Consiglio di Amministrazione del 18 novembre 2021;
- documentazione di dettaglio relativa alla valutazione predisposta dagli Amministratori, ai criteri ed alle modalità di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni BF proposto per l'operazione in esame;
- calcolo utilizzato dagli Amministratori per determinare il prezzo di emissione delle azioni con riferimento ai valori medi ponderati per i volumi dei corsi di borsa nel semestre antecedente la Relazione;
- fairness opinion predisposta dall'Advisor del 17 novembre 2021;
- bilanci di esercizio e consolidato di BF al 31 dicembre 2020, da noi assoggettati a revisione legale, la cui relazione di revisione è stata emessa in data 8 aprile 2021;
- relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2021 di BF, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 30 settembre 2021;
- piano economico-finanziario del Gruppo BF relativo al periodo 2021-2023 - approvato dal Consiglio di Amministrazione di BF a marzo 2021;
- andamento dei prezzi di mercato delle azioni BF registrate nel mercato MTA della borsa nell'orizzonte temporale considerato dagli Amministratori, ed altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri (fonte: Standard & Poors Capital IQ);
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 30 novembre 2021, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di BF, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni dei piani economico-finanziari sopra richiamati, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441 quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori *“in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre”*.

Come riportato nella loro Relazione, gli Amministratori, facendo proprie le conclusioni dell'Advisor, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, hanno ritenuto di adottare le seguenti metodologie valutative:

- Metodologia basata sui corsi di Borsa delle azioni di BF (*“La quotazione di Borsa di BF S.p.A.”*).
- Metodologia basata sul valore del capitale economico della Società oggetto di aumento di capitale (*“Il valore del Patrimonio Netto”*).

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

Il metodo delle quotazioni di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto. Il prezzo di Borsa infatti sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società ed al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia si definisce un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato del capitale economico di un'azienda.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, gli Amministratori hanno considerato le quotazioni di Borsa delle azioni BF calcolate su orizzonti temporali differenziati nel corso degli ultimi 6 mesi, muovendo a ritroso dal 17 novembre 2021:

BF	Media aritmetica	Media ponderata
Spot	3,520	3,520
Media 1 mese	3,560	3,561
Media 2 mesi	3,588	3,585
Media 3 mesi	3,587	3,583
Media 4 mesi	3,569	3,595
Media 5 mesi	3,600	3,634
Media 6 mesi	3,617	3,643

I prezzi così riscontrabili variano tra un minimo di Euro 3,520 per azione - dato *spot* al 17 novembre 2021 - e un massimo di Euro 3,643 per azione - pari alla media ponderata per i volumi a 6 mesi - con uno scostamento percentuale pari a circa il 4%.

Pertanto, in considerazione di una significativa stabilità del prezzo del titolo BF nell'orizzonte temporale esaminato, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno considerare il valore di Euro 3,583 per azione, espressivo della media ponderata dell'ultimo trimestre, oltreché coerente con il precetto codicistico per quanto attiene alla considerazione delle quotazioni di Borsa.

Il Valore del Patrimonio Netto

La Società ha altresì verificato che il valore di Borsa di cui al punto precedente fosse coerente anche con l'altro riferimento valutativo previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, ovvero il "*valore del patrimonio netto*". Tale verifica assume particolare significato anche in considerazione del fatto che il titolo BF si caratterizza per volumi di scambio contenuti.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione della Società ha osservato che:

- I Principi Italiani di Valutazione (PIV) predisposti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) prevedono che, in occasione di emissioni azionarie riservate, "*la stima del prezzo di offerta deve assumere come configurazione di valore di riferimento il valore normale di mercato del titolo*" (cfr. § PIV, IV.3.2.). Il "valore normale di mercato" è definito come "*il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali*" (cfr. § PIV, I.6.12.). Si tratta dunque di un valore che stempera picchi e flessioni dei corsi di Borsa e ancora ai valori fondamentali dell'emittente;
- Considerato il richiamo dei PIV, nella definizione del "valore normale di mercato", ai "fondamentali" di impresa, per la stima del "valore del patrimonio netto" di BF, la Società ha considerato ragionevole, in presenza del piano economico-finanziario 2021-2023 del Gruppo BF, l'impiego del metodo finanziario *unlevered discounted cash flow* (UDCF);
- La ragionevolezza della stima basata sull'UDCF è stata testata utilizzando la metodologia c.d. "*Sum of Parts*" (SoP), considerando le attività e le passività di BF e valorizzando, ove possibile, le partecipazioni che BF detiene nelle società del Gruppo BF sulla base di riferimenti terzi di prezzo o valore.

L'applicazione del metodo UDCF ha condotto a un valore dell'azione BF pari a Euro 3,60, mentre l'applicazione del metodo SoP ha condotto a un valore dell'azione BF pari a Euro 3,46. Gli Amministratori ritengono pertanto coerenti i valori sopra riportati in quanto si discostano tra di loro del 4% circa.

Stanti le risultanze dei due metodi sopra riportati, gli Amministratori, hanno poi fatto riferimento ad una prassi concernente gli aumenti di capitale in denaro senza diritto di opzione avvenuti negli ultimi anni sul mercato italiano di applicare uno sconto rispetto alla quotazione di borsa.

Il Consiglio di Amministrazione ha pertanto determinato il prezzo di emissione delle azioni applicando uno sconto del 10% rispetto alla media ponderata dei prezzi del titolo BF registrati nell'ultimo trimestre pari a Euro 3,583. A seguito dell'applicazione dello sconto del 10%, il prezzo di emissione delle azioni risulta pari a Euro 3,225.

In particolare, gli Amministratori hanno fatto proprie le considerazioni dell'*Advisor*, il quale nella propria *fairness opinion* cita:

- Il prezzo medio ponderato registrato dal titolo BF nell'ultimo trimestre, pari a Euro 3,583 per azione, è coerente con le quotazioni osservabili nell'orizzonte semestrale richiamato dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, e con le valutazioni fondamentali del titolo condotto impiegando due distinti criteri (i) UDCF, che conduce ad un valore unitario dell'azione pari a Euro 3,60 e (ii) SoP, che conduce ad un valore unitario pari a Euro 3,46. Conseguentemente, il prezzo medio ponderato del trimestre appare coerente con il concetto di "valore normale di mercato" da assumere a riferimento per la valutazione della congruità del prezzo di offerta secondo i PIV;
- Il fatto che il prezzo di Euro 3,225 per azione si collochi al di sotto del valore calcolato con i criteri UDCF (Euro 3,60), SoP (Euro 3,46) e con le quotazioni di borsa (Euro 3,583) appare coerente in considerazione delle seguenti circostanze:
 - Di norma gli aumenti di capitale liberati in denaro e senza clausole di *lock-up* sono offerti a sconto rispetto alle quotazioni. Ciò al fine di rendere appetibile l'aumento per gli investitori rispetto all'alternativa di acquistare le azioni direttamente sul mercato. Tali sconti, in operazioni di aumenti di capitale riservati concluse in Italia tra il 2016 e il 2021 con riguardo a società quotate, si collocano tra il 3% e il 14%. Lo sconto, nel caso di specie, rientra dunque nel *range* di mercato; e
 - Il fatto che lo sconto applicato nel caso di specie si collochi nella parte alta del *range* di mercato trova spiegazione nella circostanza che le azioni da emettersi saranno caratterizzate da impegni di *lock-up* di 18 mesi, presentando un ridotto livello di negoziabilità rispetto agli ordinari titoli quotati. Secondo quanto riscontrato nella prassi, gli sconti sono maggiori in corrispondenza di aumenti di capitale con *lock-up*.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella Relazione del Consiglio di Amministrazione vengono indicate le difficoltà incontrate dagli Amministratori in relazione alla determinazione del prezzo di emissione, di cui al precedente paragrafo. In particolare:

- Nello svolgimento delle valutazioni effettuate sono stati utilizzati: (i) dati previsionali, i quali, per loro natura, sono aleatori ed incerti, in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni all'azienda; (ii) il metodo UDCF, il quale prevede l'utilizzo di proiezioni economico-finanziarie; (iii) dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze e volatilità dei mercati;
- Non sono state considerate indicazioni di valore derivanti dall'applicazione dei multipli P/BV ed EV/EBITDA di società quotate comparabili rispetto al Gruppo BF, le quali conducono a valori di quest'ultimo significativamente inferiori rispetto a quelli espressi dalle quotazioni di borsa;

- Il fatto che il titolo BF scambi volumi ridotti sul mercato borsistico complica l'interpretazione delle quotazioni di borsa ai fini di stimare il valore normale di mercato della Società. In particolare, i valori espressi dai mercati borsistici sono stati controllati, sotto il profilo della loro congruità e idoneità ad esprimere "valori normali di mercato", con l'impiego di criteri di valutazione analitici basati sulle dimensioni fondamentali del Gruppo BF.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori, facendo proprie le valutazioni dell'Advisor, hanno ritenuto di determinare in Euro 3,225 per azione il valore unitario delle azioni di BF di nuova emissione.

8. LAVORO SVOLTO

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

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società in data 18 novembre 2021;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- svolto un esame critico del criterio adottato dagli Amministratori, anche sulla base di discussioni con l'Advisor, per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni, onde riscontrarne il contenuto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale criterio fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, a determinare un prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di BF nei sei mesi precedenti la data della Relazione;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni BF nei sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli di uno, tre e sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione del metodo di valutazione adottato dal Consiglio di Amministrazione;
- esaminata l'analisi effettuata dagli Amministratori sugli sconti applicati in operazioni comparabili e effettuata un'autonoma analisi di sensibilità;

- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento della valutazione ed agli altri elementi presi in considerazione.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

La Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del suddetto aumento di capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dall'*Advisor* e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione:

- le quotazioni di borsa rappresentano un parametro di indiscusso rilievo per la valutazione di società quotate. Il criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione è, inoltre, comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale;
- i metodi di mercato rientrano, quindi, tra i metodi utilizzati nella prassi per fattispecie analoghe, in ragione della significatività del valore riconosciuto dal mercato all'impresa oggetto di valutazione. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tali metodi dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti il titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni. In virtù dell'andamento complessivo e della relativa stabilità del corso di borsa nel periodo in esame antecedente alla data della Relazione, l'utilizzo dell'orizzonte temporale considerato appare pertanto ragionevole;
- con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni nel periodo definito, gli Amministratori, tenendo conto delle prassi e della dottrina in materia, hanno deciso di utilizzare una media ponderata in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tenuto conto delle caratteristiche del titolo BF, ed in particolare del ridotto volume di scambi afferenti il titolo medesimo, tale scelta degli Amministratori appare ragionevole;
- la scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, dunque, consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina si qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata, oltre che coerente con le caratteristiche del titolo BF;

- la più autorevole dottrina (PIV) contempla la rilevanza di clausole inerenti vincoli di trasferibilità – cfr. Impegno di *Lock-up* della durata di diciotto 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 emissioni e gli eventuali accordi fra soci*”;
- anche la prassi prevede la possibilità di utilizzo di sconti o di premi nell’applicazione del metodo delle quotazioni di borsa ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, in ragione, ad esempio, della struttura dell’operazione, del contesto specifico nel quale versa l’emittente, ovvero in ragione dell’andamento contingente dei corsi di borsa. A tale riguardo l’analisi effettuata dagli Amministratori e l’autonoma analisi da noi effettuata con riferimento a recenti aumenti di capitale con esclusione del diritto d’opzione, evidenzia che lo sconto applicato dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni di BF risulta sostanzialmente compreso nell’intervallo di quelli applicati nelle operazioni effettuate a sconto rispetto al valore del corso di borsa;
- inoltre, l’orizzonte di medio periodo sul cui valore gli Amministratori hanno calcolato lo sconto con riferimento al corso di borsa di BF, appare coerente con la presenza di un impegno di *lock-up* avente orizzonte tale da impedire di realizzare i correnti picchi di quotazione;
- ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni gli Amministratori hanno applicato, a titolo di controllo, oltreché il metodo delle quotazioni di borsa anche il metodo finanziario dell’*Unlevered Discounted Cash flow* e il metodo *Sum of Parts*. L’applicazione di entrambi i metodi, basati su grandezze fondamentali di BF e non su osservazioni di mercato, ha sostanzialmente confermato il valore di mercato delle azioni di BF risultante dall’applicazione del metodo dei corsi di borsa;
- risulta un principio consolidato nella prassi e nella dottrina, anche internazionale, che le azioni che presentano un ridotto livello di negoziabilità rispetto agli ordinari titoli quotati abbiano valore inferiore. Tale differenziale assume i connotati di uno sconto per carenza di negoziabilità (o *illiquidity discount*, nella terminologia anglosassone). Il *quantum* di tale riduzione risulta proporzionale alla durata del limite che viene posto alla scambiabilità di tali titoli. Pertanto, il vincolo alla trasferibilità delle azioni di nuova emissione stabilito in 18 mesi non appare in contraddizione con la presenza di uno sconto rispetto all’esito della valutazione mediante applicazione del metodo dei corsi di borsa;
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell’ambito dei metodi di valutazione adottati, nonché l’analisi dell’accuratezza dell’applicazione delle metodologie adottate dagli Amministratori, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi, in virtù, in particolare, dell’andamento stabile del titolo BF nei mesi antecedenti la Relazione. Inoltre, le analisi di sensibilità da noi elaborate con riferimento alle metodologie basate sulle grandezze fondamentali di BF utilizzate dagli Amministratori a titolo di controllo del valore risultante dai corsi di borsa conducono ad un *range* di risultati coerente con il valore di emissione delle azioni determinato dagli Amministratori.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell’emissione del presente parere di congruità.

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

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le valutazioni basate sulle quotazioni di borsa sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari e possono pertanto evidenziare, in particolare nel breve periodo, oscillazioni sensibili in relazione all'incertezza del quadro economico nazionale ed internazionale. Inoltre, ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative collegate a fattori esogeni di carattere straordinario ed imprevedibile, indipendenti dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
- l'assenza di copertura del titolo da parte degli analisti non favorisce l'individuazione di un c.d. *target price* e di indicazioni più generali circa l'evoluzione prospettica della Società da fonti terze;
- gli sconti rispetto alle quotazioni di Borsa utilizzati dagli Amministratori sono risultati coerenti con gli sconti applicati a tali riferimenti di valore in recenti operazioni similari. Si segnala tuttavia che tali operazioni sono state effettuate con finalità non necessariamente coincidenti con quelle in oggetto, fornendo pertanto un riferimento solo limitatamente comparabile al prezzo determinato nella fattispecie dagli Amministratori.

Si richiama, inoltre, l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- nell'esaminare i criteri per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società;
- esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a 3,225 Euro, delle 6.201.550 nuove azioni B.F. S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Eni S.p.A. o a una società dalla stessa controllata.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Francesco Masetti

Bologna, 30 novembre 2021