



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

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI B.F.
S.P.A. SUL PRIMO PUNTO ALL'ORDINE DEL GIORNO DELL'ASSEMBLEA DEGLI
AZIONISTI DI B.F. S.P.A., IN SEDE STRAORDINARIA, CONVOCATA PER IL
GIORNO 20 DICEMBRE 2019 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 AGLI INVESTITORI (COME NEL TESTO DEFINITI).

13 novembre 2019

INDICE

I.	PREMESSA	3
II.	DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN DENARO.....	4
II.1	Illustrazione dell'Aumento di Capitale in Denaro e delle motivazioni	4
II.2	Riflessi attesi sui programmi gestionali della società e sulla prevedibile chiusura dell'esercizio in corso.....	7
II.3	Manifestazioni d'interesse alle sottoscrizioni dell'Aumento di Capitale in Denaro	7
III.	MOTIVAZIONI DELL'ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE	7
IV.	CRITERI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI E VALUTAZIONI SULLA SUA CONGRUITÀ	8
IV.1	Premessa	8
IV.2	I criteri adottati	9
IV.3	Il "Valore del patrimonio netto"	9
IV.4	L"andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre"	10
IV.5	Conclusioni	12
IV.6	Difficoltà e limiti riscontrati nella valutazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni	13
IV.7	Determinazione del prezzo unitario di emissione delle Nuove Azioni.....	13
V.	NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO, PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI.....	14
VI.	ADEMPIMENTI E TEMPISTICA	14
VII.	EFFETTI SUL CAPITALE	15
VIII.	MODIFICAZIONI DELLO STATUTO	16
IX.	DELIBERAZIONE PROPOSTA ALL'ASSEMBLEA DEGLI AZIONISTI DI BF, IN SEDE STRAORDINARIA	17

I. PREMESSA

Signori Azionisti,

L'Assemblea di B.F. S.p.A. (“**BF**” o la “**Società**”) è stata convocata, in sede straordinaria, per il giorno 20 dicembre 2019, in unica convocazione, al fine di deliberare 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 scindibile ai sensi dell'articolo 2439, secondo comma, del Codice Civile, 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 soprapprezzo, da eseguirsi entro e non oltre il 15 febbraio 2020, con emissione di massime numero 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 1,00 da imputarsi a titolo di capitale sociale ed Euro 1,55 da imputarsi a titolo di soprapprezzo (le “**Nuove Azioni**”), da liberarsi mediante conferimenti in denaro e riservato ad Investitori (come *infra* definiti) (l’“**Aumento di Capitale in Denaro**”).

L'offerta in sottoscrizione ad Investitori delle Nuove Azioni di compendio dell'Aumento di Capitale in Denaro 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 (cd. 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 in Denaro, 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 13 novembre 2019, 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 – Assembled*”, 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,

⁽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: ... 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 in Denaro né considerando tale aumento congiuntamente a quello da liberarsi in natura, oggetto di separata ma contestuale proposta all'Assemblea.

del Codice Civile e 158 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, numero 58 (il “TUF”).

II. DESCRIZIONE E MOTIVAZIONI DELL'AUMENTO DI CAPITALE IN DENARO

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

Come noto non solo agli Azionisti di BF ma, più in generale, al mercato, in data 11 luglio 2018 l'Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, attribuiva a noi membri del Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del codice civile, il potere di aumentare in via delegata il capitale sociale fino ad un ammontare massimo di 150 milioni di Euro.

Tre mesi dopo, in data 11 ottobre 2018, il Consiglio di Amministrazione esercitava tale delega per il suo massimo ammontare, deliberando così di aumentare il capitale sociale per 150 milioni di Euro comprensivi di sopraprezzo, offrendone agli Azionisti la sottoscrizione nell'esercizio del diritto di opzione loro spettante, ad un prezzo d'emissione unitario poi determinato, nell'adunanza consiliare del successivo 5 novembre, in Euro 2,5.

Come illustrato dall'amministratore delegato Federico Vecchioni nell'adunanza consiliare dell'11 ottobre 2018, l'esercizio della delega per il suo massimo ammontare si rendeva necessario affinché la Società venisse “*dotata dei necessari mezzi propri*” in relazione ai circa 160 milioni di Euro di investimenti previsti dal piano industriale per gli anni 2018-2020 (il “**Piano Industriale**”), riguardanti, fra l'altro, “*l'ottimizzazione del business agricolo, l'efficientamento e l'ulteriore sviluppo del business zootecnico, l'affermazione sul mercato alimentare italiano del marchio proprietario 'Le Stagioni d'Italia' e l'espansione del business delle sementi attraverso SIS S.p.A.*”. In quel contesto si chiariva, altresì, come tali investimenti fossero “*da finanziarsi, in misura pressoché integrale, mediante i proventi derivanti dall'aumento di capitale*” (cfr. verbale dell'adunanza del Consiglio di Amministrazione in data 11 ottobre 2018, disponibile sul sito *internet* di BF nella sotto-sezione “*Aumento di capitale 2018*” della sezione “*Investor relations*”, p. 2).

Come già anticipato, il succitato aumento di capitale è stato offerto in opzione agli Azionisti di BF, configurandosi così una sollecitazione all'investimento con conseguente pubblicazione di un prospetto informativo (il “**Prospetto 2018**”) relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione (l' “**Aumento di Capitale in Opzione 2018**”).

Anche il Prospetto 2018 (in particolare, la sua sezione “documento di registrazione”, disponibile sul sito *internet* di BF nella sotto-sezione “*Aumento di capitale 2018*” della sezione “*Investor relations*”) specifica come l'Aumento di Capitale in Opzione 2018 fosse strumentale alla realizzazione del Piano Industriale:

- “*L'Aumento di Capitale è finalizzato a dotare il Gruppo delle risorse finanziarie necessarie per realizzare gli investimenti pianificati nel Piano Industriale 2018-2020, in caso di mancata integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, la possibilità di raggiungere molti degli obiettivi del Piano Industriale sarebbe posta a rischio dal momento che l'Emittente non ha individuato fonti alternative di finanziamento in vista del lancio dell'operazione*”, e ancora: “*in caso di mancata integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale i flussi della gestione operativa del Gruppo potrebbero non consentire di rispettare tutte le scadenze previste circa il rimborso del debito finanziario, con conseguente facoltà delle banche finanziatrici di richiedere l'immediato rimborso delle somme erogate*” (pp. 22-23 del Prospetto 2018);

- “*l’Emittente intende finanziare [gli investimenti previsti dal Piano Industriale] tramite i proventi dell’Aumento di Capitale, [e quindi] in caso di mancata integrale sottoscrizione dell’Aumento di Capitale stesso il Gruppo si troverebbe nell’impossibilità di perseguire gli obiettivi di crescita esterna sulle filiere industriali selezionate e sarebbe quindi costretto ad optare per non realizzare alcuni progetti e i relativi investimenti, in mancanza di risorse alternative che alla Data del Documento di Registrazione non sono state ancora individuate*” (p. 22 del Prospetto 2018).

Alla data di pubblicazione del Prospetto 2018, e quindi prima dell’apertura del relativo periodo d’offerta, BF aveva già ricevuto impegni di sottoscrizione da propri Azionisti per un ammontare complessivo di circa 96,5 milioni di Euro, pari al 64,43% dell’ammontare oggetto d’offerta (cfr. “*Avviso di avvenuta pubblicazione del prospetto informativo relativo all’offerta in opzione agli Azionisti?*”, disponibile nella medesima sotto-sezione del sito *internet* di BF, p. 4).

All’esito dell’offerta in opzione (conclusasi con la sottoscrizione del complessivo 71,1% dell’ammontare offerto in opzione, cioè poco meno del 7% ulteriore al 64,43% già garantito dagli impegni di sottoscrizione sopra indicati) e dell’asta in borsa dei diritti di opzione non esercitati, l’offerta pubblica di sottoscrizione relativa all’Aumento di Capitale in Opzione 2018 si è conclusa con la sottoscrizione dell’80,7% dell’ammontare offerto (cfr. comunicato stampa di BF del 28 dicembre 2018, disponibile nella medesima sotto-sezione del sito *internet* di BF) cioè, in sostanza, con la mancata raccolta da parte di BF di circa 30 milioni di Euro, rispetto al *target* prefissato in ordine al pieno raggiungimento degli obiettivi previsti dal Piano Industriale.

L’Aumento di Capitale in Denaro, per l’importo massimo di 45 milioni di Euro, consentirebbe di disporre di un’adeguata copertura finanziaria per realizzare:

- (i) gli investimenti di crescita interna e, più in particolare, l’ultimazione del centro aziendale della Toscana e di quello della Sardegna, incluso il nuovo distretto zootecnico, e gli interventi volti ad incrementare la capacità produttiva, al fine di soddisfare gli incrementi di volume d’affari;
- (ii) gli investimenti di crescita per linee esterne, volti al presidio a valle delle filiere alimentari nelle quali il Gruppo opera.

Alla luce degli esiti dell’Aumento di Capitale in Opzione 2018, gli organi delegati di BF hanno proseguito nella ricerca di primari investitori – anche fra coloro che fossero già soci di BF – interessati ad un (ulteriore) investimento stabile e di durata nel capitale di BF, tentando così, allo stesso tempo, di colmare il *gap* di risorse che con l’Aumento di Capitale in Opzione 2018 non erano state raccolte e di far sì che nella compagine sociale di BF facessero ingresso nuovi azionisti strategici, interessati ad un investimento stabile e di lungo termine.

Gli organi delegati hanno così avviato interlocuzioni con un limitato numero di investitori istituzionali, con caratteristiche rispondenti a quelle sopra illustrate, che hanno manifestato interessamento alla sottoscrizione di azioni di BF a condizioni economiche molto simili a quelli dell’Aumento di Capitale in Opzione 2018, nonché disposti a garantire una stabilità di investimento attraverso impegni di *lock-up*.

In particolare, alla data della presente Relazione, sono in corso di definizione le negoziazioni con alcuni potenziali investitori istituzionali, che hanno avviato i rispettivi processi autorizzativi interni per l’assunzione di impegni di sottoscrizione per un investimento complessivo nella Società di circa

45 milioni di Euro e ad un prezzo unitario di Euro 2,55.

Secondo quanto allo stato negoziato, i potenziali investitori assumerebbero altresì, nei confronti della Società, l'impegno, per un periodo di dodici 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**”).

La deliberazione di un aumento del capitale sociale tale da permettere l'ingresso dei predetti investitori – in maniera stabile – nella compagine sociale di BF consentirebbe l'approvvigionamento di risorse necessarie alla piena implementazione del Piano Industriale e non reperite con l'Aumento di Capitale in Opzione 2018. Il Consiglio di Amministrazione ha quindi ritenuto che la proposta all'Assemblea dell'Aumento di Capitale in Denaro, con esclusione del diritto di opzione, sia ragionevolmente il modo più idoneo per perseguire gli interessi della Società, con la migliore garanzia di risultato (visti, da un lato, gli esiti del recente Aumento di Capitale in Opzione 2018 e, dall'altro, lo stadio avanzato delle negoziazioni con i suddetti investitori), nonché con tempi e costi inferiori per la Società. A tali considerazioni si è aggiunta la valutazione – supportata da un *advisor* indipendente appositamente incaricato – della circostanza che i termini e condizioni economici del prospettato Aumento di Capitale in Denaro possono essere molto simili a quelli dell'Aumento di Capitale in Opzione 2018, anche considerati gli Impegni di Lock-Up che gli investitori assumerebbero. Per le considerazioni della congruità del prezzo di emissione si rinvia al Paragrafo IV.

Si precisa che, non essendo ancora stati formalizzati degli impegni di sottoscrizione, la proposta di Aumento di Capitale in Denaro prevede, innanzitutto, che tale aumento sia scindibile, secondariamente che sia concesso un termine adeguato – secondo il giudizio degli organi delegati che stanno conducendo le interlocuzioni con i suddetti investitori – per la raccolta delle sottoscrizioni e, infine, in via cautelativa che l'Aumento di Capitale in Denaro sia riservato, anziché a delle persone nominativamente indicate, ad uno specifico *target* di investitori, di modo che in caso di defezioni gli organi delegati di BF possano cercare altri investitori disposti a sottoscrivere Nuove Azioni, fermo l'importo massimo dell'Aumento di Capitale in Denaro di cui si chiede l'approvazione. In particolare, si propone che gli organi delegati siano autorizzati ad offrire le Nuove Azioni in sottoscrizione ad investitori istituzionali, che possono comprendere anche fondazioni, enti previdenziali e *holding* di partecipazioni, con esclusione in ogni caso di investitori *retail* o persone fisiche o giuridiche che operano – direttamente o indirettamente – in settori in concorrenza rispetto a quelli della Società, in numero complessivamente inferiore a dieci⁽³⁾ e che siano interessati a sottoscrivere una quota dell'Aumento di Capitale in Denaro – fermo l'importo massimo complessivo dello stesso pari a 45.000.000 milioni di Euro – nonché ad assumere l'Impegno di Lock-Up e, in generale, ad essere investitori di lungo termine in BF (di seguito, gli “**Investitori**”).

⁽³⁾ La previsione di un limite massimo per il numero di Investitori cui possono, ove del caso, essere offerte in sottoscrizione le Nuove Azioni è determinata, tra l'altro, dal fatto che, qualora fossero superati i 150 potenziali investitori, tale offerta richiederebbe, ai sensi di legge, la pubblicazione di un prospetto, il che non risponde alla volontà della Società, né è ritenuto necessario per la raccolta delle risorse funzionali alla piena implementazione del Piano Industriale.

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 in Denaro concorreranno alla piena attuazione del Piano Industriale e, in particolare, del piano di investimenti ivi previsti.

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

- (i) gli investimenti di crescita interna e, più in particolare, il completamento del centro aziendale della Toscana e di quello della Sardegna, incluso il nuovo distretto zootecnico, e la realizzazione degli interventi volti ad incrementare la capacità produttiva, al fine di soddisfare gli incrementi di volume d'affari; previsti inizialmente per 28 milioni di Euro, sono stati rideterminati in 35 milioni di Euro;
- (ii) gli investimenti di crescita per linee esterne, volti al presidio a valle delle filiere alimentari nelle quali il Gruppo opera; previsti inizialmente per 124 milioni di Euro, sono stati rideterminati in 132 milioni di Euro.

Pertanto, i principali vantaggi e sinergie attesi da tali investimenti sono:

- il potenziamento ed efficientamento delle tenute agricole, al servizio degli altri segmenti di business aziendali, e delle strutture produttive, al servizio del prodotto confezionato, per far fronte all'aumento della domanda e all'incremento dei volumi d'affari;
- la penetrazione, attraverso acquisizioni anziché attraverso crescita per linee interne, in alcuni segmenti di *business* (settore degli integratori alimentari, settore cerealicolo e produzione e distribuzione di prodotti tecnici per il settore agro-alimentare e zootecnico).

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

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

Come sopra indicato, alla data della presente Relazione, gli organi delegati di BF stanno negoziando e definendo impegni per la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Denaro con alcuni investitori istituzionali.

Nessuno di tali potenziali investitori istituzionali intrattiene con BF un rapporto rilevante agli effetti 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 né relazioni contrattuali che rappresentino pattuizioni parasociali agli effetti degli articoli 2341-*bis* del Codice Civile e 122 del TUF.

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 in

Denaro sull'esclusione ai sensi del quinto comma del medesimo articolo – sotto il profilo della descrizione dell' "interesse della società" che esige l'esclusione.

Alla luce della necessità di BF di reperire le risorse necessarie per dare una piena attuazione agli investimenti previsti dal Piano Industriale, secondo la modalità che appaia nel migliore interesse della Società e di tutti gli *stakeholder*, il Consiglio di Amministrazione ragionevolmente ritiene che il raggiungimento di questo fine sia attuabile – 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:

- in primo luogo, gli esiti del recente Aumento di Capitale in Opzione 2018 (che non è stato sottoscritto per circa il 20%) – avuto particolare riguardo alla vicinanza temporale e alla similitudine di termini e condizioni di questo rispetto all'Aumento di Capitale in Denaro – inducono a ritenere che, ragionevolmente, un nuovo e ravvicinato aumento di capitale in opzione non darebbe adeguata garanzia di conseguimento del risultato perseguito in termini di reperimento di risorse;
- diversamente, le manifestazioni di interesse pervenute per la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale in Denaro conferiscono una maggiore garanzia di reperimento di quelle risorse non raccolte con l'Aumento di Capitale in Opzione 2018, con l'ulteriore vantaggio che si avrebbe l'ingresso nella compagine sociale di BF di investitori istituzionali di lungo periodo (considerato, *in primis*, l'Impegno di Lock-Up), interessati a supportare i piani della Società e che possono conferire indubbia qualità al flottante di BF vista la natura di tali operatori, comunque non speculativi.

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 in Denaro.

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 in Denaro. 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.⁽⁴⁾

⁽⁴⁾ Nella propria *fairness opinion*, l'Advisor ha dichiarato che alla data della relazione: (i) nessuno dei professionisti del proprio studio riveste (alla data dell'*opinion* stessa) né ha rivestito in passato cariche sociali negli organi di BF e delle sue società controllate; (ii) alcuni professionisti del proprio studio – diversi da quelli che hanno collaborato nella stesura dell'*opinion* a favore dell'organo di gestione di BF – hanno svolto servizi di consulenza professionale per conto di BF e di un suo azionista, ma che gli importi fatturati in relazione ai citati mandati sono di entità non significativa rispetto al volume d'affari dell'Advisor (ciascuno di essi rappresenta una porzione inferiore all'1% del volume d'affari del rispettivo esercizio); e, pertanto, (iii) alla data di emissione della *fairness opinion* non sussistono circostanze tali da pregiudicare l'indipendenza del giudizio richiesto.

L'Advisor ha rilasciato, in data 31 ottobre 2019, la propria *fairness opinion* e, in vista della riunione consiliare del 13 novembre 2019, una lettera datata 12 novembre 2019 contenente l'aggiornamento dei dati di mercato.

I contenuti della *fairness opinion* e della lettera di aggiornamento sono stati condivisi e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione di BF ai fini della determinazione dei termini e condizioni dell'Aumento di Capitale in Denaro.

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) bilanci consolidati e separati di BF relativi agli esercizi 2017 e 2018, completi delle relazioni della società di revisione legale;
- (ii) relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2019;
- (iii) piano economico-finanziario 2018-2020 oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società nel maggio 2018;
- (iv) bozza del parere in merito alla congruità del prezzo delle nuove azioni della Società da emettersi, in caso di approvazione assembleare, a servizio di un aumento di capitale riservato a Tenuta il Cicalino S.r.l., richiesto dal Consiglio di Amministrazione di BF ai professori Silvano Corbella e Gabriele Villa, nonché il parere richiesto dal Comitato Parti Correlate di BF al professor Enrico Laghi in relazione ai medesimi aspetti;
- (v) *equity report* di Equita SIM S.p.A. riguardante la Società, predisposto nell'ottobre 2018;
- (vi) dati di mercato (corsi di borsa, volumi scambiati, ecc.) tratti da banche-dati specializzate (*i.e.* FactSet) e riferiti alle date di seguito indicate.

IV.2 I criteri adottati

La valutazione di congruità finanziaria del prezzo di Euro 2,55 – derivante dalle negoziazioni con i potenziali investitori – 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*".

IV.3 Il "Valore del patrimonio netto"

Per quanto concerne il primo riferimento valutativo previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, cioè il "valore del patrimonio netto", si osserva che:

- secondo consolidati orientamenti di dottrina e prassi, il "valore del patrimonio netto" richiamato dalla norma codicistica esprime (non il valore del patrimonio netto contabile ma) il valore del capitale economico della società oggetto dell'aumento di capitale;

- i Principi Italiani di Valutazione (PIV) predisposti dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riconducono tale valore (economico) alla nozione di "valore normale di mercato" (cfr. PIV, § IV.3.2). Quest'ultimo 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);
- considerate (i) l'assenza di un aggiornamento del piano economico-finanziario di BF e (ii) la preminenza, tra i *driver* del valore economico della Società, della sua consistenza patrimoniale, sono stati considerati riferimenti significativi, per esprimere il valore normale di mercato di BF, i moltiplicatori P/BV (*price/book value*) espressi da un campione di società quotate comparabili rispetto alla stessa BF.

I moltiplicatori P/BV dei *comparable* sono stati calcolati assumendo a numeratore (P) i prezzi delle azioni delle società comparabili osservati lungo un orizzonte temporale semestrale.⁽⁵⁾ Ciò – in coerenza con la nozione di valore normale di mercato – per stemperare l'effetto di eventuali andamenti anomali dei corsi di borsa delle società comparabili.

L'applicazione del multiplo P/BV mediano dei *comparable* (1,08x) conduce ad un valore dell'azione BF pari a Euro 2,63.

IV.4 L'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre

Il secondo riferimento valutativo previsto dall'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile è rappresentato da "l'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre".

L'interpretazione di tale riferimento valutativo ha reso opportuno inquadrare la dinamica della quotazione del titolo BF all'interno di un più ampio orizzonte temporale. Il grafico n° 1 rappresenta: (i) l'andamento giornaliero del prezzo dell'azione BF; e (ii) i relativi volumi scambiati ⁽⁶⁾ con riguardo all'ultimo anno (30 ottobre 2018-29 ottobre 2019). La successiva tabella n° 2 espone la media dei prezzi di borsa dell'azione BF calcolata lungo orizzonti temporali differenziati all'interno del periodo annuale considerato.

⁽⁵⁾ È stato in particolare fatto riferimento alla media dei prezzi del periodo 30 aprile 2019-29 ottobre 2019 ponderata per i volumi scambiati. Si precisa che il calcolo dei moltiplicatori effettuato su orizzonti temporali inferiori al semestre restituisce valori coerenti (leggermente inferiori) rispetto a quelli qui considerati

⁽⁶⁾ Le tre transazioni significative espone nel grafico fanno riferimento ad acquisti di azioni BF recentemente effettuati - in via indiretta - dall'Amministratore Delegato della Società.

Grafico n° 1 – Andamento annuale dei prezzi e dei volumi scambiati dell'azione BF



Tabella n° 2 – Prezzo medio dell'azione BF

Prezzo azione B.F. (€)	Media Ponderata	Media Aritmetica
Spot (11.11.2019)		3,08
Media 1 mese (14.10.2019-11.11.2019)	3,16	3,16
Media 3 mesi (12.8.2019-11.11.2019)	3,1	3,02
Media 6 mesi (13.5.2019-11.11.2019)	2,71	2,77
Media 1 anno (12.11.2018-11.11.2019)	2,68	2,61

Con riguardo all'andamento del prezzo dell'azione BF, nel grafico n° 1, sono osservabili due periodi: (i) un primo e più ampio periodo, di circa 9 mesi (sino alla metà di agosto 2019), di relativa stabilità del corso del titolo nell'intorno di Euro 2,50; (ii) un secondo e ridotto periodo, di circa 3 mesi (a partire dalla metà di agosto 2019), in cui il prezzo di borsa ha registrato un significativo e repentino rialzo, sino all'attuale prezzo di Euro 3,12.

Con riguardo alla frequenza delle negoziazioni, il grafico evidenzia i contenuti volumi scambiati dell'azione BF nel periodo esaminato.⁽⁷⁾ 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.⁽⁸⁾

⁽⁷⁾ Salvi tre specifici momenti (di cui si è riferito nella nota precedente), il grafico mostra scambi giornalieri inferiori a numero 200.000 azioni a fronte di numero 152.692.456 azioni che complessivamente compongono il capitale della Società.

⁽⁸⁾ Il flottante di BF è del 26%, a fronte di un flottante medio delle *mid-cap* quotate italiane pari a 43%. 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 14%, a fronte del corrispondente dato medio delle *mid-cap* quotate italiane pari a 44%. 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 52%, a fronte del corrispondente

Alla luce di quanto sopra, si è ritenuto ragionevole interpretare il precetto codicistico di tenere conto “dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre” assumendo a riferimento il prezzo medio del titolo BF negli ultimi sei mesi. Esso risulta pari a Euro 2,71 se si considera la media ponderata per i volumi scambiati e a Euro 2,77 se si considera la media aritmetica (cfr. tabella n° 2).⁽⁹⁾

Diverse considerazioni sono state a fondamento di tale scelta:

- la media delle quotazioni dell’ultimo semestre rappresenta anche il criterio di valorizzazione delle azioni di società quotate previsto dalla normativa civilistica in caso di recesso (articolo 2437-ter del Codice Civile);
- il riferimento al semestre stempera l’effetto dell’incremento di prezzo recentemente sperimentato dal titolo BF (a partire dalla metà di agosto 2019) ed esprime un valore di quotazione (Euro 2,71-Euro 2,77) più allineato a quello osservato nell’ultimo anno (Euro 2,61-2,68 – cfr. tabella n° 2); tale valore è parso coerente con il concetto di “valore normale di mercato” indicato dai Principi Italiani di Valutazione (PIV) quale corretto riferimento;
- la considerazione di tutte le quotazioni del semestre stabilizza il valore espresso dalle quotazioni di un titolo “sottile” quale l’azione BF;
- il valore espresso dal titolo BF su un orizzonte di medio periodo è coerente con la presenza dell’Impegno di Lock-Up, che impedisce di realizzare i correnti picchi di quotazione.

IV.5 Conclusioni

Alla luce delle analisi condotte e sopra rappresentate, si è quindi osservato quanto segue.

I valori dell’azione BF risultanti dall’applicazione del multiplo P/BV (Euro 2,63) e la media dei corsi di Borsa della medesima azione calcolata con riguardo agli ultimi sei mesi (Euro 2,71-Euro 2,77), espressione dei due complementari riferimenti di valore richiamati dall’articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile, risultano sostanzialmente allineati. Ciò corrobora la significatività di tali riferimenti valutativi.

I valori sopra richiamati (Euro 2,63 ed Euro 2,71-2,77) sono coerenti con il prezzo dell’azione di Euro 2,55 che, rispetto ad essi, esprime uno sconto contenuto (rispettivamente 3,0% e 5,9%-7,9%).

Il fatto che il prezzo di Euro 2,55 si collochi al di sotto del valore calcolato con i multipli (Euro 2,63) e con le quotazioni di borsa (Euro 2,71-2,77) appare coerente con le seguenti circostanze:

- le azioni da emettersi, che saranno caratterizzate da impegni di *lock-up* di 12 mesi, presentano un ridotto livello di negoziabilità rispetto agli ordinari titoli quotati (e lo *standard setter* italiano

dato medio delle *mid-cap* quotate italiane pari a 110% (fonte dei dati: FactSet).

⁽⁹⁾ Pur se nella prassi si preferisce di norma far riferimento a dati di medie ponderate per i volumi, che “valorizzano” maggiormente i prezzi delle giornate di borsa in cui è stato effettuato un numero superiore di scambi, nel caso di specie anche la media aritmetica dei prezzi può costituire un utile riferimento, poiché nell’ultimo semestre il titolo di BF è stato oggetto, tra l’altro, di transazioni “fuori mercato” che le banche dati considerano nei volumi scambiati quotidianamente.

- (10) richiede di considerare gli accordi fra soci nella determinazione del prezzo di emissione); gli sconti per carenza di negoziabilità sono, secondo dottrina principalmente internazionale, di norma ricompresi in *range* ben più ampi – circa 15-35% secondo le evidenze prevalenti – rispetto al dato osservabile nel caso di specie;
- 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, nell'esperienza internazionale, si collocano nell'intorno del 3%. Recenti operazioni osservate sul mercato italiano per società principalmente di piccole dimensioni evidenziano uno sconto nell'intorno del 7%.

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: (i) in mancanza di un aggiornamento del piano economico-finanziario del Gruppo BF è più difficoltoso esprimere il valore fondamentale della Società; (ii) difficoltà sono state riscontrate nell'identificazione di società quotate comparabili a BF (per, ad esempio, attività, dimensione, area geografica di riferimento), impregiudicate le considerazioni fatte circa il rilievo – ai fini che qui interessano – della clausola di *lock-up*; (iii) 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.

Inoltre, dal momento che non sono stati pubblicati *analyst report*, in data recente a copertura del titolo BF, si precisa che non è stato utilizzato come criterio di valutazione il metodo del cd. *target price*.

IV.7 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 dall'Advisor, ha determinato: (i) il valore complessivo dell'Aumento di Capitale in Denaro da proporre all'Assemblea in Euro 45.000.000, di cui Euro 17.647.058 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 27.352.941 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 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 17.647.058 nuove azioni ordinarie BF, prive di indicazione del valore nominale, rappresentative del 11,56% 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, primo comma, del TUF, ha provveduto a comunicare la proposta di Aumento di Capitale in Denaro alla società di revisione legale

(10) Principi Italiani di Valutazione 2015, § IV.3: “*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*”.

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 in Denaro saranno emesse complessive numero 17.647.058 nuove azioni ordinarie BF prive di indicazione del valore nominale, rappresentative del 11,56% del capitale sociale attuale di BF.

Le Nuove Azioni assegnate ai sottoscrittori dell'Aumento di Capitale in Denaro 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 2,55, di cui Euro 1 da imputarsi a titolo di capitale sociale e Euro 1,55 da imputarsi a titolo di soprapprezzo, 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 in Denaro nonché la relativa tempistica di espletamento.

In data 13 novembre 2019, il Consiglio di Amministrazione di BF ha approvato la proposta di Aumento di Capitale in Denaro e la presente Relazione. Successivamente, in data 13 novembre 2019, 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 in Denaro alla società di revisione legale Deloitte & Touche S.p.A. nonché a trasmettere alla stessa la presente Relazione.

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

Le Nuove Azioni verranno emesse e assegnate agli Investitori 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 in Denaro 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 in Denaro nella misura massima, nonché assumendo l'esecuzione dell'aumento di capitale da liberarsi mediante conferimento in natura, proposto contestualmente all'Assemblea (l'«**Aumento di Capitale in Natura**»). 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 in Natura comporterà l'emissione di numero 3.921.569 azioni ordinarie BF, da assegnarsi alla Società Agricola Tenuta il Cicalino S.r.l. che, pertanto, entrerà nella compagine azionaria di BF con una partecipazione rappresentativa del 2,50% del capitale sociale emesso in caso di esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura (nonché 2,25% del capitale sociale emesso in caso di esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura e dell'Aumento di Capitale in Denaro).

Per maggiori informazioni in merito all'Aumento di Capitale in Natura, si rinvia alla relativa relazione illustrativa degli amministratori predisposta ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile, e 70 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 in Denaro	% del capitale sociale come risultante a seguito dell'integrale esecuzione dell'Aumento di Capitale in Denaro e dell'Aumento di Capitale in Natura
Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde	23,63%	21,18%	20,71%
CDP Equity S.p.A.	21,49%	19,26%	18,83%
Dompè Holdings S.r.l.	11,82%	10,59%	10,35%
Aurelia S.r.l. (totale)	6,00%	5,38%	5,26%
di cui:			
- direttamente	4,50%	4,03%	3,94%

- indirettamente (attraverso Autosped G S.p.A.)	1,50%	1,35%	1,32%
Federico Vecchioni (totale)	5,01%	4,49%	6,64%
di cui:			
- direttamente	1,99%	1,78%	1,75%
- indirettamente (attraverso Elfe s.r.l. e Arum S.p.A.)	3,02%	2,71%	2,64%
- indirettamente (attraverso la Conferente)	-	-	2,25%
Altri azionisti (*)	32,05%	39,10%	38,21%

(*) 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 in Denaro, saranno apportate al testo dell’articolo 4 dello Statuto le conseguenti modificazioni di seguito indicate, evidenziando in carattere grassetto le parole di nuovo inserimento.

Testo vigente	Testo proposto
Articolo 4 – Capitale sociale ed azioni	Articolo 4 – Capitale sociale ed azioni
<p>Il capitale sociale è di Euro 152.692.456 rappresentato da n. 152.692.456 azioni, senza indicazione di valore nominale, tutte con identici diritti.</p> <p>È consentita, nei modi e nelle forme di legge, l’assegnazione 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.</p> <p>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 <i>tranche</i>, 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.</p>	<p>Il capitale sociale è di Euro 152.692.456 rappresentato da n. 152.692.456 azioni, senza indicazione di valore nominale, tutte con identici diritti.</p> <p>È consentita, nei modi e nelle forme di legge, l’assegnazione 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.</p> <p>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 <i>tranche</i>, 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.</p> <p>L’Assemblea degli Azionisti di BF, in sede straordinaria, ha deliberato in data 20 dicembre 2019 di aumentare il</p>

	<p>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 soprapprezzo, 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 soprapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro e da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, ad investitori istituzionali, che possono comprendere anche fondazioni, enti previdenziali e <i>holding</i> di partecipazioni, con esclusione in ogni caso di investitori <i>retail</i> o persone fisiche o giuridiche che operano – direttamente o indirettamente – in settori in concorrenza rispetto a quelli della Società, in numero complessivamente inferiore a dieci e che assumano l'impegno di non trasferire – direttamente o indirettamente – a terzi le azioni che saranno da ciascuno di essi sottoscritte nell'ambito del presente aumento di capitale per un periodo di dodici mesi dall'assegnazione delle stesse.</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 SEDE 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 scindibile ai sensi dell'articolo 2439, secondo comma, del Codice Civile, 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 soprapprezzo, 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 soprapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro, da eseguirsi entro il 15 febbraio 2020, e da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, ad investitori istituzionali, che possono comprendere anche fondazioni, enti previdenziali e holding di partecipazioni, con esclusione in ogni caso di investitori retail o persone fisiche o giuridiche che operano – direttamente o indirettamente – in settori in concorrenza rispetto a quelli della Società, in numero complessivamente inferiore a dieci e che assumano l'impegno di non trasferire – direttamente o indirettamente – a terzi le azioni che saranno da ciascuno di essi sottoscritte nell'ambito del presente aumento di capitale per un periodo di dodici mesi dall'assegnazione delle stesse (gli "Investitori" e l'"Aumento di Capitale in Denaro");*
- (2) *di inserire all'articolo 4, ultimo capoverso, dello statuto sociale il seguente nuovo capoverso con riferimento all'Aumento di Capitale in Denaro: 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, del Codice Civile e in via scindibile ai sensi dell'articolo 2439, secondo comma, del Codice Civile, 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 soprapprezzo, 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 soprapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in denaro e da offrirsi in sottoscrizione, in via riservata, agli Investitori;*
- (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) portare a termine le trattative in corso con potenziali investitori e raccoglierne eventuali impegni di sottoscrizione in coerenza con i termini e condizioni dell'Aumento di Capitale in Denaro; (b) offrire in sottoscrizione le nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Denaro ad Investitori; (c) 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 in Denaro, dell'ammissione delle nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Denaro 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; (d) emettere le nuove azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale in Denaro, 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; (e) 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; (f) 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, 13 novembre 2019

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 13 novembre 2019 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito la "Relazione degli Amministratori", "Relazione Illustrativa" o "Relazione"), 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 un numero massimo di 17.647.058 nuove azioni ordinarie BF del valore nominale unitario di Euro 2,55 ciascuna, da eseguirsi entro e non oltre il 15 febbraio 2020, da riservare ad un limitato numero di investitori interessati ad un investimento stabile e duraturo nel capitale di BF (di seguito "Investitori") 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 per il giorno 20 dicembre 2019.

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 di primario standing, in qualità di *Advisor* esterno (di seguito, l'"*Advisor*"). L'*Advisor* ha provveduto ad emettere, in data 31 ottobre 2019, 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. In data 12 novembre 2019 l'*Advisor* ha provveduto ad emettere una lettera di aggiornamento della sopracitata *fairness opinion* al fine di tenere conto dei corsi di borsa del titolo BF più prossimi alla data di approvazione della Relazione del Consiglio di Amministrazione, in quanto riferiti alla data dell'11 di novembre. Le conclusioni dell'*Advisor* 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, la finalità dell'operazione è quella di offrire nuove azioni in sottoscrizione ad investitori istituzionali, fino ad un massimo di dieci soggetti, che siano interessati a sottoscrivere una quota dell'Aumento di Capitale in Denaro ("Aumento di Capitale in Denaro") – fermo l'importo massimo complessivo dello stesso pari ad Euro 45 milioni – nonché ad assumere l'Impegno di Lock-Up ("Impegno di Lock-Up"), determinato in dodici mesi a decorrere dalla data di assegnazione delle nuove azioni in cui non è ammessa la vendita delle nuove azioni medesime, e, in generale, ad essere investitori di lungo termine in BF. Secondo quanto riportato dagli Amministratori tale aumento di capitale serve a consentire alla Società di disporre di un'adeguata copertura finanziaria per realizzare:

- i. gli investimenti di crescita interna e, più in particolare, l'ultimazione dei centri aziendali in Toscana e Sardegna, incluso il nuovo distretto zootecnico, e gli interventi volti ad incrementare la capacità produttiva, al fine di soddisfare gli incrementi di volume d'affari;
- ii. gli investimenti di crescita per linee esterne, volti al presidio a valle delle filiere alimentari nelle quali il gruppo BF opera.

Gli Amministratori riportano nella propria Relazione che, in esecuzione del Piano Industriale 2018-2020 presentato al mercato nel corso del 2018, un aumento di capitale in denaro con diritto di opzione fosse stato proposto al mercato nel corso del mese di ottobre 2018 per un importo massimo di Euro 150 milioni al prezzo di Euro 2,50 per azione, raccogliendo presso il mercato sottoscrizioni pari al 80,7% dell'ammontare proposto, non reperendo quindi Euro 30 milioni circa necessari al pieno raggiungimento degli obiettivi del Piano Industriale 2018-2020. Gli Amministratori precisano, dunque, che l'operazione, come qui sopra descritta, costituisca la modalità che minimizzi l'onerosità e dia maggiori garanzie di risultato per BF circa il reperimento dei capitali necessari al raggiungimento degli obiettivi del Piano Industriale 2018-2020.

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:

- bozza e versione finale della Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2019 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- bozza del verbale del Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2019 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- statuto della Società;
- *fairness opinion* sulla congruità dal punto di vista finanziario del prezzo di emissione unitario delle azioni ordinarie di BF a servizio dell'aumento di capitale avente ad oggetto un numero massimo di 17.647.058 azioni ordinarie di B.F. S.p.A. rilasciata dall'*Advisor* in data 31 ottobre 2019;
- lettera di conferma rilasciata dall'*Advisor* in data 12 novembre 2019, in merito al giudizio di congruità da esso espresso, al fine di aggiornare i dati di sintesi utilizzati nella *fairness opinion* ad una data più prossima a quella del Consiglio di Amministrazione che ha approvato la Relazione Illustrativa;
- 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;
- bilanci di esercizio e consolidato di BF al 31 dicembre 2018, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 1 aprile 2019;
- bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2019 di BF, da noi assoggettata a revisione contabile limitata, la cui relazione è stata emessa in data 20 settembre 2019;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì fatto utilizzo di ulteriori informazioni pubblicamente disponibili, ovvero reperibili mediante l'accesso a data provider specializzati:

- 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: S&P Capital IQ).

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 20 novembre 2019, 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 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 multipli *Price/Book Value* di BF, utilizzato come raffronto tra i dati di BF ed un campione di società comparabili ("multiplo P/BV");
- Metodologia basata sui corsi di Borsa delle azioni di BF ("La quotazione di Borsa di BF S.p.A.").

Si rileva che gli Amministratori, considerata la mancanza di un aggiornamento del piano economico-finanziario del gruppo BF a data recente, hanno ritenuto di non applicare metodi di valutazione basati sui flussi prospettici, sia di carattere reddituale che finanziario.

Si riporta di seguito la descrizione delle suddette metodologie valutative adottate dagli Amministratori e richiamate nel paragrafo 4 della loro Relazione ai fini dell'illustrazione del processo seguito per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni BF.

Multiplo P/BV e il "Valore del patrimonio netto"

I multipli di mercato rappresentano una metodologia di valutazione fondata sulla relazione tra il prezzo di mercato di un titolo rappresentativo di una quota di capitale di una società ed un indicatore di valore ritenuto rilevante.

Nel caso di specie, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno applicare il multiplo *Price/Book Value* (P/BV), il quale rappresenta il rapporto tra il valore della capitalizzazione di mercato di un'azienda e il valore del patrimonio netto contabile dell'azienda stessa, risultante dal bilancio.

Gli Amministratori, considerate (i) l'assenza di un piano economico-finanziario aggiornato di BF e (ii) la preminenza, tra i *driver* del valore economico della Società, della sua consistenza patrimoniale (che rende preferibile, tra i metodi di valutazione applicabili, quelli che apprezzano, in via principale, il contenuto patrimoniale dell'azienda), evidenziano di aver considerato quali riferimenti per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni di BF, i moltiplicatori P/BV espressi da un campione di società quotate comparabili rispetto alla stessa BF.

Il multiplo P/BV, che sintetizza il rapporto tra valore per azione di mercato nell'orizzonte temporale di riferimento ed il valore per azione espressivo del patrimonio netto contabile, è stato dagli Amministratori ritenuto idoneo ad esprimere il valore del capitale economico della Società apprezzando altresì la rilevante consistenza patrimoniale tipica del *business* svolto dalla Società stessa.

Al fine di determinare il valore di emissione delle nuove azioni, gli Amministratori hanno confrontato il multiplo P/BV di BF con quello mediano risultante da un campione di società, operanti nel settore agricolo su mercati internazionali, e, per tipologia di business svolto, ritenute dagli stessi comparabili a BF.

Gli Amministratori, come riportato nella propria Relazione, hanno identificato il valore mediano del multiplo P/BV del panel di *comparables* considerati in 1,08x, dall'applicazione del quale emerge un valore corrente, prima dell'applicazione di uno sconto di cui si dirà *infra*, delle azioni di BF pari ad Euro 2,63.

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 dell'applicazione del suddetto metodo, gli Amministratori hanno analizzato l'andamento del titolo BF a livello di prezzo di quotazione e volumi scambiati nell'ultimo anno (periodo 30 ottobre 2018-29 ottobre 2019), ed osservato che:

- (i) in un primo e più ampio periodo, di circa 9 mesi (sino alla metà di agosto 2019), si è osservata una relativa stabilità del corso del titolo nell'intorno di Euro 2,50 per azione;
- (ii) in un secondo e ridotto periodo, di circa 3 mesi (a partire dalla metà di agosto 2019), in cui il prezzo di borsa ha registrato un significativo e repentino rialzo, sino al prezzo di Euro 3,08 dell'11 novembre 2019.

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 (1, 3, 6 e 12 mesi), muovendo a ritroso dal 11 novembre 2019:

Quotazione azione BF	11 novembre 2019 media ponderata	11 novembre 2019 media aritmetica
Quotazione spot	3,08	3,08
Media 1 mese	3,16	3,16
Media 3 mesi	3,10	3,02
Media 6 mesi	2,71	2,77
Media 12 mesi	2,68	2,61

Tutto quanto sopra premesso, gli Amministratori hanno adottato come primo riferimento utile alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni il valore medio semestrale determinato nei modi sopra definiti e pari ad Euro 2,71 Euro per azione con data di riferimento 11 novembre 2019 come sopra riportato, in considerazione di quanto segue:

- i) la media delle quotazioni dell'ultimo semestre rappresenta anche il criterio di valorizzazione delle azioni di società quotate previsto dalla normativa civilistica anche in caso di diritto di recesso (articolo 2437-ter del Codice Civile), seppure la disciplina del recesso non risulti applicabile alla fattispecie in esame;
- ii) il riferimento al semestre stempera l'effetto dell'incremento di prezzo recentemente sperimentato dal titolo BF, rendendolo più allineato a quello osservato nell'ultimo anno; tale valore è ritenuto a giudizio degli Amministratori coerente con il concetto di "valore normale di mercato" indicato dai Principi Italiani di Valutazione ("PIV") come sopra riportato;
- iii) la considerazione di tutte le quotazioni del semestre stabilizza il valore espresso dalle quotazioni di un titolo "sottile" quale l'azione BF;
- iv) il valore espresso dal titolo BF su un orizzonte di medio periodo è coerente con la presenza dell'Impegno di Lock-Up, che impedisce di realizzare i correnti picchi di quotazione.

Stanti le risultanze dei due metodi sopra riportati, che evidenziano un valore per azione di BF, pari rispettivamente ad Euro 2,63 ed Euro 2,71 per azione, 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. In particolare, gli Amministratori hanno fatto proprie le considerazioni dell'*Advisor*, il quale nella propria *fairness opinion* cita:

- riferimenti dottrinali (Gualtieri, 2017) a supporto di una scontistica applicata, nei mercati internazionali, sul valore di emissione di azioni in sede di aumento di capitale senza diritto di opzione nell'intorno del 3% rispetto alle quotazioni di borsa;
- di aver verificato, in un campione di transazioni avvenute sul mercato italiano con riferimento ad aumenti di capitale senza diritto di opzione tra il 2016 ed il 2019, che la scontistica media per operazioni similari, riguardanti società di piccole dimensioni, si attesta nell'intorno del 7%.

Alla luce di quanto sopra riportato, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare un prezzo di emissione per le nuove azioni pari ad Euro 2,55, il quale incorpora uno sconto implicito sul valore di quotazione ritenuto contenuto sia con riferimento al valore risultante dal metodo del multiplo P/BV (3%) che con riferimento al metodo dei corsi di borsa (5,9%).

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCOSETRATE 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:

- i. la mancanza di un piano economico-finanziario aggiornato del gruppo BF rende più difficoltoso esprimere il valore fondamentale della Società;
- ii. difficoltà nell'identificazione di *comparables* adeguati per BF, in termini di profilo dimensionale, localizzazione geografica e tipologia di attività svolte;
- iii. 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;
- iv. 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 metodo di controllo il metodo del cd. *target price*.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori, facendo proprie le valutazioni dell'Advisor, hanno ritenuto di determinare in Euro 2,55 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 la documentazione riportata al precedente punto 4;
- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società tenutosi in data 13 novembre 2019;
- svolto la lettura critica della Relazione dagli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, sulla base di discussioni con l'Advisor, il lavoro da loro svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il 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 in molteplici orizzonti temporali 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, sei e dodici mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;
- esaminata l'analisi effettuata dagli Amministratori sugli sconti applicati in operazioni comparabili e effettuata un'autonoma analisi di sensibilità;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- analizzato l'andamento delle quotazioni delle azioni BF fino alla data della Relazione degli Amministratori;
- 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:

- gli Amministratori hanno provveduto ad individuare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'Aumento di Capitale facendo riferimento alle quotazioni di borsa del titolo BF ed al multiplo P/BV, che comunque si riferisce al rapporto tra quotazioni di borsa e patrimonio netto della società oggetto di valutazione;
- le quotazioni di borsa rappresentano un parametro di indiscusso rilievo per la valutazione di società quotate, come risulta dal sesto comma dell'art. 2441 c.c. 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;
- 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, anche 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 sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata, oltre che coerente con le caratteristiche del titolo BF;
- la più autorevole dottrina (Principi Italiani di Valutazione 2015, "PIV") contempla la rilevanza di clausole inerenti vincoli di trasferibilità – cfr. Impegno di Lock-Up della durata di dodici 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 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 in linea con 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 oltreché il metodo delle quotazioni di borsa anche il metodo dei multipli. L'adozione di due metodi di valutazione implica che possa considerarsi svolta, da parte di entrambi i suddetti metodi, sia la funzione di metodo principale che di controllo, risultando dunque nella sostanza soddisfatto il requisito di adozione di un metodo di controllo, in linea con la miglior prassi e tecnica professionale;
- l'adozione da parte degli Amministratori di un valore compreso in ogni caso in un *range* determinato sulla base di criteri basati sulle evidenze di mercato e sulle grandezze patrimoniali, attraverso l'applicazione del metodo del multiplo P/BV della Società, risulta coerente sia con le caratteristiche insite nella valutazione del capitale economico di BF, sia con l'andamento dei corsi di Borsa;
- gli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative. In particolare, stante la situazione di continua evoluzione del business riportata dagli stessi Amministratori, la mancanza di un piano economico-finanziario aggiornato dagli Amministratori a data recente e l'assenza di un'adeguata copertura del titolo da parte di analisti finanziari non ha reso possibile per gli Amministratori l'effettuazione di una valutazione attendibile basata sulle grandezze di business della Società. La scelta degli Amministratori di non utilizzare metodologie fondamentali appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria;
- 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.

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

Le difficoltà incontrate dagli Amministratori descritte nel precedente paragrafo 6 hanno configurato anche dei limiti ai fini dello svolgimento del nostro incarico. In aggiunta si segnala quanto segue:

- le valutazioni basate sui corsi di borsa, pur se mitigate dal riferimento non già a dati puntuali bensì a medie relative ad archi temporali di diversa ampiezza, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari e delle borse, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate 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;
- in particolare, nel caso di specie, la struttura dell'operazione prevede il manifestarsi di alcuni eventi non ancora accaduti alla data della presente Relazione, quali la puntuale identificazione degli investitori che sottoscriveranno l'Impegno di Lock-Up – benché gli Amministratori nella propria Relazione diano informativa circa lo stato avanzato delle trattative con taluni di essi - ed il periodo temporale che gli Amministratori si concedono successivamente alla determinazione del prezzo di emissione, avvenuta in data 13 novembre 2019, delle nuove azioni per effettuare l'assegnazione ai suddetti investitori. Di conseguenza, il giudizio di congruità circa la ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati dagli Amministratori deve intendersi riferita alla luce dei dati osservabili fino alla data odierna;
- nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni, oggetto del presente parere, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, metodologie valutative diverse da criteri di mercato (pur facendo riferimento alla dotazione patrimoniale della Società, mediante l'adozione del multiplo P/BV). Nel caso specifico, gli Amministratori non hanno ritenuto applicabili metodologie diverse da quelle di mercato in considerazione, come già evidenziato, della mancata disponibilità di un piano economico-finanziario aggiornato a data recente. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni alla base di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. La non applicabilità di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo rispetto ai risultati ottenuti con i metodi di mercato, ha costituito un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico;
- 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 evidenziano inoltre i 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 2,55 Euro, di un numero massimo di 17.647.058 nuove azioni di B.F. S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato agli Investitori.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Francesco Masetti

Socio

Bologna, 20 novembre 2019