

## DOCUMENTO DI OFFERTA

### OFFERTA PUBBLICA VOLONTARIA DI ACQUISTO E SCAMBIO

ai sensi dell'art. 102 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato ed integrato, avente ad oggetto le azioni ordinarie di

#### BONIFICHE FERRARESI S.P.A. SOCIETÀ AGRICOLA



#### OFFERENTE

**B.F. HOLDING S.P.A.**

#### STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DELL'OFFERTA

massime n. 1.705.220 azioni ordinarie Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola

#### CORRISPETTIVO UNITARIO OFFERTO

per ciascuna azione Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola portata in adesione all'Offerta

##### 1) Corrispettivo Originario

- n. 10 azioni ordinarie B.F. Holding S.p.A. di nuova emissione e
  - Euro 1,05

##### OPPURE

##### 2) Corrispettivo Alternativo

- n. 9,5 azioni ordinarie B.F. Holding S.p.A. di nuova emissione e
  - Euro 2,25

#### PERIODO DI ADESIONE ALL'OFFERTA CONCORDATO CON BORSA ITALIANA S.P.A.

dal 29 maggio 2017 al 16 giugno, estremi inclusi, dalle ore 8:30 alle ore 17:30, come concordato con Borsa Italiana S.p.A., salvo proroga

#### DATA DI PAGAMENTO DEL CORRISPETTIVO

23 giugno 2017, salvo proroghe in conformità alle disposizioni vigenti

#### INTERMEDIARIO INCARICATO DEL COORDINAMENTO DELLA RACCOLTA DI ADESIONI

EQUITA SIM S.p.A.

#### GLOBAL INFORMATION AGENT

M O R R O W  
S O D A L I

---

L'approvazione del Documento di Offerta, con delibera n. 20011 del 26 maggio 2017, non comporta alcun giudizio della Consob sull'opportunità dell'adesione e sul merito dei dati e delle notizie contenute in tale documento.

28 maggio 2017

## **AVVERTENZE PER GLI INVESTITORI**

*Al fine di effettuare un corretto apprezzamento dell'investimento i destinatari dell'Offerta sono invitati a valutare attentamente le informazioni contenute nel Documento di Offerta nel suo complesso e le specifiche avvertenze riportate nella Sezione Avvertenze, del Documento di Offerta.*

*Il Documento di Offerta, che include mediante riferimento anche informazioni e dati contenuti nel Prospetto Informativo, deve essere letto congiuntamente a quest'ultimo. Il Prospetto Informativo è stato a tal fine messo a disposizione del pubblico, unitamente al presente Documento di Offerta, presso la sede dell'Offerente, nonché sul sito web dell'Emittente <http://bonificheferraresi.it/it>.*

*Con riferimento al Documento di Offerta, si richiama l'attenzione degli investitori su quanto di seguito indicato.*

### **1. L'OPERAZIONE**

L'Offerta si inserisce nel contesto dell'Operazione in forza della quale l'Offerente intende riorganizzare le attività e la struttura di BF Holding e di Bonifiche Ferraresi e dare esecuzione al Piano Industriale 2017-2019 che si colloca nel contesto del più ampio Progetto Industriale. Ai sensi dell'Accordo di Investimento è previsto che l'Operazione sia realizzata attraverso l'implementazione delle seguenti fasi principali, alcune delle quali già perfezionate come di seguito meglio indicato:

- (i) l'adozione da parte dell'assemblea straordinaria e ordinaria, ciascuna per quanto di rispettiva competenza, delle delibere aventi rispettivamente ad oggetto:
  - a) l'eliminazione del valore nominale delle azioni di BF Holding;
  - b) l'approvazione dell'Aumento di Capitale Soci BFH;
  - c) l'emissione delle Obbligazioni CDP Equity;
  - d) l'Aumento di Capitale CDP Equity al servizio del POC, in via inscindibile e a pagamento, riservato a CDP Equity (si veda al riguardo la Premessa al paragrafo 1.1.1(a));
  - e) l'Aumento di Capitale OPAS;
  - f) l'adozione dello Statuto Post Quotazione destinato ad entrare in vigore alla Data di Inizio delle Negoziazioni;
  - g) la nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione di BF Holding.

Le delibere di cui al punto (i) che precede sono state tutte adottate all'unanimità dai soci in data 22 marzo 2017 e, in pari data:

- I. l'Aumento di Capitale Soci BFH è stato integralmente sottoscritto e liberato per la somma di Euro 10.000.000,00;
  - II. CDP Equity ha sottoscritto tutte le Obbligazioni CDP Equity e ha quindi effettuato a favore di BF Holding il versamento dell'importo di Euro 50.000.000,00;
- (ii) la promozione dell'OPAS da parte di BF Holding, avvenuta in data 11 aprile 2017;
  - (iii) il trasferimento da BF a BF Holding della Struttura Amministrativa e Gestionale di BF e, quindi, il perfezionamento della Cessione di Ramo di Azienda; è previsto che l'atto notarile di Cessione di Ramo d'Azienda sia perfezionato entro la fine del Periodo di Adesione e che lo stesso acquisti efficacia a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni;
  - (iv) la Quotazione delle Azioni BF Holding, che costituisce un requisito essenziale che dovranno avere le Azioni BF Holding offerte a titolo di Corrispettivo OPAS e, pertanto, un presupposto necessario del perfezionamento dell'OPAS.

### **2. L'OPAS**

L'Offerta è stata promossa da BF Holding in data 11 aprile 2017 ed ha ad oggetto massime n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna, rappresentative del 21,654% del capitale sociale di BF, che includono le n. 70.323 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative dello 0,893% del capitale sociale dell'Emittente di proprietà di Federico Vecchioni e non includono invece le n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative del 78,346% del capitale sociale dell'Emittente che, alla Data del Documento di Offerta, sono già detenute dall'Offerente.

L'Offerta prevede:

- A. la condizione irrinunciabile (*i.e.*, la Condizione di Efficacia dell'OPAS), consistente nel raggiungimento della Soglia Minima OPAS (ossia il raggiungimento da parte dell'Offerente di una percentuale nel capitale sociale dell'Emittente superiore al 90%);
- B. in caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS, la non ricostituzione del flottante di Bonifiche Ferraresi e l'applicazione degli artt. 108, comma 2, e/o 108, comma 1, e 111 del TUF, con il conseguente De-Listing di Bonifiche Ferraresi; e
- C. un corrispettivo per gli Aderenti, per ciascuna Azione BF portata in adesione, pari a
  - (1) (i) n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro, pari ad Euro 1,05 (il Corrispettivo Originario); ovvero, alternativamente, in caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo (come meglio specificato al paragrafo 2.1 che segue)
  - (2) (i) n. 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro, pari ad Euro 2,25 (il Corrispettivo Alternativo).

La Data di Pagamento del Corrispettivo OPAS coinciderà con la Data di Inizio delle Negoziazioni delle azioni BF Holding, posto che – in considerazione della struttura dell'OPAS e dei suoi termini essenziali – l'OPAS si perfezionerà solamente nel caso in cui l'Offerente sia in grado di scambiare le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'Offerta con Azioni BF Holding quotate. Diversamente, in caso di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding sul MTA, verrebbe meno un requisito essenziale del Corrispettivo OPAS, che non consentirebbe di dare esecuzione all'Offerta. Pertanto, in nessuna circostanza nel contesto dell'OPAS gli attuali soci di Bonifiche Ferraresi potranno trovarsi a ricevere, in cambio delle Azioni Bonifiche Ferraresi (quotate) da loro attualmente possedute, titoli non quotati.

### 2.1 Corrispettivo OPAS

Con il Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF del 2 marzo 2017, l'Offerente ha comunicato al pubblico la decisione di promuovere l'OPAS offrendo agli aderenti all'OPAS stessa, per ciascuna Azione BF portata in adesione, il Corrispettivo Originario, vale a dire (i) n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione e (ii) l'importo pari ad Euro 1,05.

Facendo seguito al Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF l'Offerente, con il Comunicato Integrativo del 10 aprile 2017, ha reso noto al pubblico che in data 10 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione, previo parere favorevole del Collegio Sindacale, ha deliberato di prevedere che – in considerazione dell'onere fiscale cui gli azionisti di Bonifiche Ferraresi sarebbero soggetti in considerazione del valore al quale hanno in carico le Azioni BF – agli aderenti all'OPAS sia data facoltà di optare tra due diverse formule di corrispettivo, identiche tra loro per valore, ma diversificate in relazione alle rispettive componenti azionaria e in denaro.

In particolare, per effetto della delibera adottata in data 10 aprile 2017 dal Consiglio di Amministrazione, gli aderenti all'OPAS potranno decidere di ricevere in cambio di ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione:

- (i) il Corrispettivo Originario ovvero, in alternativa
- (ii) il Corrispettivo Alternativo.

Gli azionisti di Bonifiche Ferraresi potranno esercitare l'Opzione Corrispettivo Alternativo e, dunque, l'opzione riconosciuta in capo agli Aderenti di ricevere il Corrispettivo Alternativo in luogo del Corrispettivo Originario, esclusivamente al momento dell'adesione all'OPAS e, in caso di esercizio, solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione.

Nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario. In linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

Nell'ipotesi in cui, a seguito dell'Offerta, l'Offerente venisse a detenere – per effetto delle Adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione – un numero di Azioni BF tali da portare la partecipazione complessiva dell'Offerente nel capitale sociale dell'Emittente ad una percentuale superiore al 90% (ma inferiore al 95%), l'Offerente dichiara sin d'ora, ai sensi e per gli effetti dell'art. 108, comma 2, del TUF, che non intende ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni. L'Offerente avrà, pertanto, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, l'obbligo di acquistare le Azioni BF da quegli azionisti

dell'Emittente che non abbiano aderito all'Offerta e ne facciano richiesta. Al ricorrere dei presupposti di legge sopra indicati, il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF.

Nell'ipotesi in cui, a seguito dell'Offerta, l'Offerente venisse a detenere – per effetto delle Adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione e/o in adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF – un numero di Azioni BF tali da portare la partecipazione complessiva dell'Offerente nel capitale sociale dell'Emittente ad una percentuale almeno pari al 95%, l'Offerente dichiara di esercitare il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF dando corso contestualmente all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF. Il Diritto di Acquisto e l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF, saranno esercitati/adempiuti non appena possibile dopo la conclusione dell'Offerta e/o dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF. Il corrispettivo per l'acquisto delle rimanenti Azioni BF sarà fissato ai sensi dell'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF.

## 2.2 Azioni BF Holding offerte in scambio

Le Azioni BF Holding da assegnarsi quale Componente in Azioni del Corrispettivo Originario ovvero quale Componente in Azioni del Corrispettivo Alternativo agli Aderenti all'Offerta rivengono dall'Aumento di Capitale OPAS e potranno essere pari:

- a massime n. 17.052.200 Azioni BF Holding, nel caso in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Originario, ovvero
- a massime n. 16.199.590 Azioni BF Holding, nel caso in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Alternativo.

Quanto appena indicato assume che tutti gli Aderenti siano titolari di un numero pari di Azioni BF. Si ricorda infatti che nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario e che, in linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

In data 13 aprile 2017 l'Offerente ha presentato a Borsa Italiana domanda di ammissione a quotazione sul MTA delle azioni BF Holding. Borsa Italiana, con provvedimento n. 8351 del 25 maggio 2017, ha disposto l'ammissione alla quotazione sul MTA di tali azioni. L'inizio delle negoziazioni delle azioni di BF Holding sul Mercato Telematico Azionario è subordinata alla verifica della sufficiente diffusione degli strumenti finanziari, a seguito del raggiungimento della Soglia Minima OPAS, e sarà stabilito da Borsa Italiana con successivo avviso ai sensi dell'art. 2.4.2, comma 4, del Regolamento di Borsa. La Data di Inizio delle Negoziazioni coinciderà con la Data di Pagamento del Corrispettivo.

Le Azioni BF Holding, a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni, saranno assoggettate alle norme del TUF e ai relativi regolamenti di attuazione, tra cui il Regolamento Emittenti.

Le Azioni BF Holding saranno emesse alla Data di Pagamento del Corrispettivo (e, al ricorrere dei relativi presupposti alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF).

## **3. PROGETTO ALTERNATIVO DI RIORGANIZZAZIONE**

In caso di mancato raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS, il richiamato Accordo di Investimento tra l'Offerente, BF e CDP Equity prevede altresì l'attuazione di un Progetto Alternativo di Riorganizzazione (che prevede la Fusione inversa di BFH in BF, il successivo scorporo delle attività agricole svolte da BF mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima e l'ampliamento dell'attuale ambito di operatività di BF, le cui azioni resteranno quotate sul MTA), in relazione al quale giova segnalare che alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente.

## INDICE

GLOSSARIO .....	18
PREMESSE.....	19
A. AVVERTENZE.....	29
A.1 Efficacia dell'OPAS.....	29
A.2 Parti correlate .....	30
A.3 Sintesi dei programmi futuri dell'Offerente .....	30
A.3.1 Il Progetto Industriale .....	30
A.3.2 Cessione di Ramo d'Azienda .....	31
A.3.3 Progetto Alternativo di Riorganizzazione .....	31
A.4 Dichiarazione dell'Offerente in merito all'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e all'eventuale ripristino del flottante .....	31
A.5 Dichiarazione dell'Offerente in merito all'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e all'esercizio del Diritto di Acquisto .....	32
A.6 Potenziale conflitto di interessi tra i soggetti coinvolti nell'Offerta (i.e. Offerente, Intermediari Incaricati del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, consulenti, soggetti finanziatori) .....	32
A.7 Indicazioni in ordine alle possibili alternative all'adesione immediata all'Offerta per i titolari delle Azioni BF.....	33
A.7.1 Scenari in caso di perfezionamento dell'Offerta.....	33
A.8 Parti correlate .....	35
A.9 Applicabilità delle esenzioni di cui all'art. 101-bis, comma 3, del TUF .....	35
A.10 Comunicato dell'Emittente.....	35
B. SOGGETTI PARTECIPANTI ALL'OPERAZIONE .....	36
B.1 Informazioni relative all'Offerente .....	36
B.1.1 Denominazione, forma giuridica e sede sociale.....	36
B.1.2 Costituzione e durata .....	36
B.1.3 Legislazione di riferimento e foro competente .....	37
B.1.4 Capitale sociale.....	37
B.1.5 Principali azionisti.....	40
B.1.6 Organi di amministrazione e controllo.....	41
B.1.7 Collegio Sindacale .....	42
B.1.8 Comitati interni all'Offerente.....	42
B.1.9 Operazioni con parti correlate.....	46
B.1.10 Sintetica descrizione del gruppo di appartenenza .....	46
B.1.11 Principi contabili .....	47
B.1.12 Schemi contabili .....	47
B.1.13 Andamento recente.....	53
B.2 Soggetto emittente gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta .....	53
B.2.1 Denominazione, forma giuridica e sede sociale.....	53
B.2.2 Legislazione di riferimento e foro competente .....	54
B.2.3 Capitale sociale.....	54
B.2.4 Soci rilevanti.....	55
B.2.5 Organi di amministrazione e controllo.....	55
B.2.6 Collegio Sindacale .....	59
B.2.7 Attività .....	59
B.2.8 Andamento recente e prospettive dell'Emittente.....	60
B.3 Intermediari .....	67
B.4 Global Information Agent.....	68
C. CATEGORIE E QUANTITATIVI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DELL'OFFERTA .....	69
C.1 Categoria degli strumenti finanziari oggetto dell'Offerta e relative quantità .....	69
C.2 Strumenti finanziari convertibili.....	69
C.3 Comunicazioni o domande di autorizzazioni richieste dalla normativa applicabile .....	69
D. STRUMENTI FINANZIARI DELLA SOCIETÀ EMITTENTE O AVENTI COME SOTTOSTANTE DETTI STRUMENTI POSSEDUTI DALL'OFFERENTE, ANCHE A MEZZO DI SOCIETÀ FIDUCIARIE O PER INTERPOSTA PERSONA.....	70
D.1 Numero e categorie di strumenti finanziari dell'Emittente detenuti dall'Offerente e da persone che agiscono di concerto .....	70
D.2 Indicazione dell'eventuale esistenza di contratti di riporto, prestito titoli, diritti di usufrutto o di pegno sugli strumenti finanziari dell'Emittente ovvero ulteriori contratti di altra natura aventi come sottostante tali strumenti finanziari .....	70
E. CORRISPETTIVO UNITARIO PER GLI STRUMENTI FINANZIARI E SUA GIUSTIFICAZIONE .....	71
E.1 Indicazione del corrispettivo unitario e criteri seguiti per la sua determinazione.....	71

E.2	Indicazione del controvalore complessivo dell'Offerta.....	76
E.3	Confronto del Corrispettivo OPAS con alcuni indicatori .....	76
E.4	Media aritmetica ponderata mensile dei prezzi ufficiali registrati dalle Azioni BF nei dodici mesi precedenti l'inizio dell'Offerta .....	78
E.5	Indicazione, ove noti, dei valori attribuiti agli strumenti finanziari della società emittente in occasione di operazioni finanziarie effettuate nell'ultimo esercizio e nell'esercizio in corso (quali fusioni e scissioni, aumenti di capitale, offerte pubbliche, emissioni di warrant, trasferimenti di pacchetti significativi) .....	79
E.6	Indicazione dei valori ai quali sono state effettuate, negli ultimi dodici mesi, da parte dell'Offerente, operazioni di acquisto e di vendita sugli strumenti finanziari oggetto dell'Offerta, precisando il numero delle operazioni e degli strumenti finanziari acquistati e venduti. ....	80
E.7	Descrizione degli strumenti finanziari offerti in scambio .....	80
E.7.1	Descrizione delle Azioni BF Holding a servizio dell'Offerta.....	80
F.	MODALITÀ E TERMINI DI ADESIONE ALL'OFFERTA, DATE E MODALITÀ DI PAGAMENTO DEL CORRISPETTIVO E DI RESTITUZIONE DEI TITOLI OGGETTO DELL'OFFERTA.....	81
F.1	Modalità e termini stabiliti per l'adesione all'Offerta e per il deposito degli strumenti finanziari .....	81
F.1.1	Periodo di Adesione .....	81
F.1.2	Procedura di Adesione e deposito delle Azioni BF .....	81
F.2	Subordinazione dell'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte della maggioranza dei possessori di titoli ai sensi dell'art. 40-bis, comma 3, lettere c) e d) del Regolamento Emittenti .....	82
F.3	Indicazioni in ordine alla titolarità ed all'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali inerenti ai titoli oggetto dell'Offerta, in pendenza della stessa .....	82
F.4	Comunicazioni relative all'andamento e al risultato dell'Offerta .....	82
F.5	Mercato sul quale è promossa l'Offerta .....	82
F.6	Data di pagamento del Corrispettivo .....	83
F.7	Modalità di pagamento del Corrispettivo .....	84
F.8	Legge regolatrice dei contratti stipulati tra l'Offerente ed i possessori degli strumenti finanziari dell'Emittente nonché della giurisdizione competente .....	84
F.9	Termini e modalità di restituzione delle Azioni BF in caso di inefficacia dell'Offerta e/o di riparto .....	84
G.	MODALITÀ DI FINANZIAMENTO, GARANZIE DI ESATTO ADEMPIMENTO E PROGRAMMI FUTURI DELL'OFFERENTE .....	85
G.1	Modalità di finanziamento dell'Offerta .....	85
G.2	Garanzie di esatto adempimento relative all'operazione .....	85
G.3	Motivazioni dell'operazione e programmi futuri elaborati dall'Offerente.....	85
G.4	Ricostituzione del flottante .....	86
H.	EVENTUALI ACCORDI E OPERAZIONI TRA L'OFFERENTE, I SOGGETTI CHE AGISCONO DI CONCERTO CON ESSO E L'EMITTENTE O GLI AZIONISTI RILEVANTI O I COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO DEL MEDESIMO EMITTENTE.....	88
H.1	Descrizione degli accordi e delle operazioni finanziarie e/o commerciali che siano stati deliberati o eseguiti, nei dodici mesi antecedenti la pubblicazione dell'Offerta che possano avere o abbiano avuto effetti significativi sull'attività dell'Offerente e/o dell'Emittente .....	88
H.2	Accordi concernenti l'esercizio del diritto di voto, ovvero il trasferimento delle azioni e/o di altri strumenti finanziari dell'Emittente .....	88
I.	COMPENSI AGLI INTERMEDIARI .....	89
J.	IPOTESI DI RIPARTO.....	90
K.	DILUIZIONE DERIVANTE DALL'OFFERTA.....	91
L.	APPENDICI.....	92
M.	DOCUMENTI CHE L'OFFERENTE DEVE METTERE A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO, ANCHE MEDIANTE RIFERIMENTO, E LUOGHI O SITI NEI QUALI TALI DOCUMENTI SONO DISPONIBILI PER LA CONSULTAZIONE .....	93
	DICHIARAZIONE DI RESPONSABILITÀ.....	94

## DEFINIZIONI E GLOSSARIO

Si riporta di seguito un elenco delle principali definizioni e dei termini utilizzati all'interno del Documento di Offerta. Tali definizioni e termini, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. Per i termini qui riportati, ogni qualvolta il contesto lo richiama, la forma singolare include la forma plurale e viceversa.

<b>Accordo di Investimento</b>	L'accordo perfezionato in data 13 febbraio 2017 tra l'Offerente, Bonifiche Ferraresi e CDP Equity avente ad oggetto i principali termini e condizioni dell'Operazione.
<b>Aderente</b>	I titolari delle Azioni BF legittimati ad aderire all'Offerta che abbiano validamente conferito le Azioni BF in adesione all'Offerta.
<b>Altri Paesi</b>	Stati Uniti d'America, Canada, Giappone e Australia, nonché qualsiasi altro Paese (con esclusione dell'Italia) in cui l'Offerta non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità o altri adempimenti da parte dell'Offerente.
<b>Aumento di Capitale BF 2015</b>	L'aumento di capitale deliberato dall'assemblea straordinaria dell'Emittente in data 16 settembre 2015 in forma scindibile e a pagamento, per l'ammontare complessivo di massimi Euro 32.000.000,00, inclusivo di sovrapprezzo, attuato mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna.
<b>Aumento di Capitale CDP Equity</b>	L'aumento del capitale sociale di BF Holding, in via inscindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo complessivo di Euro 50.000.000,00 (di cui Euro 29.166.667,00 a titolo di sovrapprezzo), mediante emissione di un numero di azioni ordinarie pari a 20.833.333, prive del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni già in circolazione alla data di emissione, ad un prezzo di sottoscrizione per azione pari a Euro 2,40 (di cui Euro 1,40 a titolo di sovrapprezzo), al servizio della conversione del POC.
<b>Aumento di Capitale OPAS</b>	L'aumento del capitale sociale di BF Holding, in via scindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, per un importo massimo complessivo di Euro 40.925.280 (di cui massimi Euro 23.873.080 a titolo di sovrapprezzo) mediante emissione di un numero massimo di azioni ordinarie pari a 17.052.200, prive del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni già in circolazione alla data di emissione, riservato agli azionisti di Bonifiche Ferraresi aderenti all'OPAS, da liberarsi entro il 30 settembre 2017 in una o più volte e anche in più <i>tranche</i> , mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie di BF portate in adesione all'OPAS.
<b>Aumento di Capitale Soci BFH</b>	L'aumento di capitale in via inscindibile e a pagamento, per un importo complessivo di Euro

	10.000.000,00 (di cui Euro 5.833.334,00 a titolo di sovrapprezzo), con emissione di n. 4.166.656 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale, aventi godimento regolare, offerto in opzione ai Soci BFH in proporzione al numero di azioni dagli stessi possedute, ai sensi dell'art. 2441, comma 1, del Codice Civile, ciascuna ad un prezzo di sottoscrizione di Euro 2,40 (di cui Euro 1,40 a titolo di sovrapprezzo), deliberato dall'assemblea straordinaria della Società in data 22 marzo 2017 ed interamente sottoscritto e liberato in pari data.
<b>Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni</b>	L'Avviso di Borsa Italiana con il quale sarà disposto l'inizio delle negoziazioni delle Azioni BF Holding.
<b>Azioni BF Holding</b>	Le massime n. 17.052.200 azioni ordinarie BF Holding di nuova emissione rivenienti dall'Aumento di Capitale OPAS, prive di valore nominale, con godimento regolare, offerte agli Aderenti all'Offerta sulla base del rapporto di scambio meglio descritto nel Paragrafo E.1 del Documento di Offerta.
<b>Azioni Bonifiche Ferraresi o Azioni BF</b>	Le azioni ordinarie in circolazione di BF, aventi valore nominale pari a Euro 1,03 ciascuna, quotate sul MTA.
<b>BF o Emittente o Bonifiche Ferraresi</b>	Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per Imprese Agricole S.p.A. Società Agricola o, nella forma abbreviata, Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola, con sede legale in Jolanda di Savoia (FE), Via Cavicchini n. 2, codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Ferrara n. 00050540384.
<b>BF Holding o BFH o Offerente o la Società</b>	B.F. Holding S.p.A., con sede legale in Milano, Via Daniele Manin, n. 23, codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Milano n. 08677760962, socio di controllo dell'Emittente.
<b>Borsa Italiana</b>	Borsa Italiana S.p.A., con sede legale in Milano, Piazza degli Affari n. 6.
<b>CDP Equity</b>	CDP Equity S.p.A., con sede legale in Milano, Corso Magenta n. 71.
<b>Cessione di Ramo d'Azienda</b>	Il trasferimento da BF a BF Holding della Struttura Amministrativa e Gestionale di BF mediante il perfezionamento, entro la fine del Periodo di Adesione, di un atto notarile di cessione di ramo d'azienda che acquisterà efficacia a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni.
<b>Codice di Autodisciplina</b>	Il Codice di Autodisciplina delle società quotate approvato dal Comitato per la Corporate Governance di Borsa Italiana e promosso da Borsa Italiana, ABI, Ania, Assogestioni, Assonime e Confindustria, vigente alla Data del Documento di Offerta.
<b>Collegio Sindacale</b>	Il collegio sindacale dell'Offerente.
<b>Comitato Controllo e Rischi BF</b>	Il comitato controllo e rischi istituito dal Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi.
<b>Comitato Controllo e Rischi BFH</b>	Il comitato controllo e rischi istituito dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente.



<b>Comitato per le Nomine e per la Remunerazione BF</b>	Il comitato per le nomine e per la remunerazione istituito dal Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi.
<b>Comitato per le Nomine e per la Remunerazione BFH</b>	Il comitato per le nomine e per la remunerazione istituito dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente.
<b>Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF</b>	Il comitato per le operazioni con parti correlate istituito dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente.
<b>Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BFH</b>	Il comitato per le operazioni con parti correlate istituito dal Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi.
<b>Comunicato dell'Emittente</b>	Il comunicato di cui all'art. 103, comma 3, del TUF e all'art. 39 del Regolamento Emittenti, allegato al Documento di Offerta quale Appendice 2, corredato (i) dal parere degli amministratori indipendenti dell'Emittente redatto ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti e (ii) dalle <i>fairness opinion</i> redatte da due esperti indipendenti a supporto, rispettivamente, delle valutazioni del consiglio di amministrazione e di quelle degli amministratori indipendenti dell'Emittente.
<b>Comunicato sui Risultati Definitivi dell'Offerta</b>	Il comunicato sui risultati definitivi dell'Offerta, che sarà pubblicato, a cura dell'Offerente, ai sensi dell'art. 41, comma 6, del Regolamento Emittenti, entro le ore 7:59 del 21 giugno 2017.
<b>Comunicato sui Risultati Provvisori dell'Offerta</b>	Il comunicato relativo ai risultati provvisori dell'Offerta, che sarà pubblicato, a cura dell'Offerente, entro la sera dell'ultimo giorno del Periodo di Adesione e comunque entro le ore 7:59 del primo giorno di borsa aperta successivo al termine del Periodo di Adesione.
<b>Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF</b>	Il comunicato diffuso da BF Holding ai sensi dell'art. 102 e seguenti del TUF in data 22 marzo 2017, allegato al Documento di Offerta quale Appendice 1.
<b>Comunicato integrativo del 10 aprile 2017</b>	Il comunicato diffuso da BF Holding ai sensi dell'art. 17 del MAR in data 10 aprile 2017 con il quale l'Offerente, facendo seguito al Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF, ha reso nota al pubblico la decisione assunta in pari data dal Consiglio di Amministrazione di attribuire agli Aderenti l'Opzione Corrispettivo Alternativo.
<b>Condizione di Efficacia dell'OPAS</b>	La condizione dichiarata irrinunciabile dall'Offerente cui è subordinata l'efficacia dell'OPAS, ossia il raggiungimento da parte dell'Offerente stesso di una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi.
<b>Consiglio di Amministrazione</b>	Il consiglio di amministrazione dell'Offerente.
<b>Consob</b>	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, con sede in Roma, Via G.B. Martini n. 3.
<b>Componente in Azioni del Corrispettivo Alternativo</b>	La componente del Corrispettivo Alternativo da corrispondersi in Azioni BF Holding di nuova emissione rappresentata, per ogni Azione BF portata in adesione all'OPAS, da n. 9,5 Azioni BF

	Holding ordinarie di nuova emissione rinvenienti dall'Aumento di Capitale OPAS, aventi godimento regolare, nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti patrimoniali ed amministrativi delle azioni BF Holding ordinarie in circolazione al momento della loro emissione.
<b>Componente in Azioni del Corrispettivo Originario</b>	La componente del Corrispettivo Originario da corrispondersi in Azioni BF Holding di nuova emissione rappresentata, per ogni Azione BF portata in adesione all'OPAS, da n. 10 Azioni BF Holding ordinarie di nuova emissione rinvenienti dall'Aumento di Capitale OPAS per ogni Azione BF portata in adesione all'OPAS, aventi godimento regolare, nominative, indivisibili e liberamente trasferibili, che attribuiranno i medesimi diritti patrimoniali ed amministrativi delle azioni BF Holding ordinarie in circolazione al momento della loro emissione.
<b>Componente in Denaro del Corrispettivo Alternativo</b>	La componente del Corrispettivo Alternativo da corrispondersi in denaro per un importo pari ad Euro 2,25 per ogni Azione BF apportata all'OPAS.
<b>Componente in Denaro del Corrispettivo Originario</b>	La componente del Corrispettivo Originario da corrispondersi in denaro per un importo pari ad Euro 1,05 per ogni Azione BF apportata all'OPAS.
<b>Corrispettivo Alternativo</b>	Il corrispettivo che BFH riconoscerà agli Aderenti che eserciteranno l'Opzione Corrispettivo Alternativo pari, per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione, a (i) n. 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro pari ad Euro 2,25.
<b>Corrispettivo Integrale in Denaro</b>	Il corrispettivo in denaro determinato ai sensi dell'art. 50-ter del Regolamento Emittenti che sarà corrisposto dall'Offerente nel caso in cui nell'ambito dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF ovvero dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF ovvero del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF, l'azionista di BF esiga, ai sensi dell'art. 108, comma 5 del TUF e dell'art. 111, comma 2 del TUF, il riconoscimento di un corrispettivo integrale in denaro.
<b>Corrispettivo OPAS</b>	Il corrispettivo che BFH riconoscerà agli Aderenti rappresentato dal Corrispettivo Originario ovvero, in caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo, dal Corrispettivo Alternativo.
<b>Corrispettivo Originario</b>	Il corrispettivo che BFH riconoscerà agli Aderenti che non eserciteranno l'Opzione Corrispettivo Alternativo pari, per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione, a (i) n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro pari ad Euro 1,05.
<b>Data del Documento di Offerta</b>	La data di pubblicazione del Documento di Offerta.

<b>Data di Inizio delle Negoziazioni</b>	Il primo giorno in cui le azioni dell'Offerente saranno negoziate sul MTA.
<b>Data di Pagamento del Corrispettivo</b>	Il quinto Giorno di Borsa Aperta successivo al termine del Periodo di Adesione, che corrisponde alla data in cui verranno emesse e consegnate agli Aderenti all'Offerta le Azioni BF Holding e, quindi, il 23 giugno 2017.
<b>Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF</b>	La data di pagamento del corrispettivo dovuto dall'Offerente per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF.
<b>Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF</b>	La data di pagamento del corrispettivo dovuto dall'Offerente per l'esercizio dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF.
<b>Data di Scadenza del POC</b>	Il 22 settembre 2018.
<b>De-Listing di Bonifiche Ferraresi</b>	Il procedimento finalizzato alla revoca delle Azioni Bonifiche Ferraresi dalla quotazione sul MTA.
<b>Direttiva 2003/71/CE</b>	La Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica e l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, come successivamente modificata ed integrata, in vigore alla Data del Documento d'Offerta.
<b>Diritto di Acquisto</b>	Il diritto dell'Offerente di acquistare le residue Azioni BF in circolazione, ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF, nel caso in cui l'Offerente venga a detenere, per effetto delle adesioni all'Offerta e/o dell'esecuzione dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale sociale sottoscritto e liberato dell'Emittente.
<b>Documento di Offerta</b>	Il presente documento di offerta redatto ai sensi degli artt. 102 e seguenti del TUF.
<b>Equita</b>	EQUITA SIM S.p.A., con sede in Milano, via Turati, n. 9, iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale e partita iva n. 10435940159, iscritta all'Albo Consob n. 67.
<b>Federico Vecchioni</b>	Il Dott. Federico Vecchioni, nato a Padova, il 23 maggio 1967, codice fiscale VCCFRC67E23G224Q, Amministratore Delegato dell'Offerente e di Bonifiche Ferraresi alla Data del Documento di Offerta.
<b>Fusione</b>	La fusione inversa per incorporazione di BF Holding in Bonifiche Ferraresi.
<b>Giorno di Borsa Aperta</b>	Ciascun giorno di apertura dei mercati regolamentari italiani secondo il calendario di negoziazione stabilito annualmente da Borsa Italiana.
<b>Global Information Agent</b>	Sodali S.p.A., con sede legale in Roma, via XXIV maggio, n. 43, in qualità di soggetto incaricato di fornire informazioni relative all'Offerta a tutti gli azionisti di Bonifiche Ferraresi.

<b>Gruppo</b>	Congiuntamente, alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente e Bonifiche Ferraresi, società controllata dall'Offerente ai sensi dell'art. 93 del TUF.
<b>Intermediari Depositari</b>	Gli intermediari autorizzati quali banche, società di intermediazione mobiliare, imprese di investimento o agenti di cambio presso i quali gli Aderenti potranno consegnare la Scheda di Adesione e depositare le Azioni BF per aderire all'Offerta.
<b>Intermediari Incaricati</b>	Gli intermediari finanziari incaricati di raccogliere le adesioni all'Offerta, tenere in deposito le Azioni BF apportate all'Offerta, verificare la regolarità e la conformità delle Schede di Adesione e delle Azioni BF rispetto a quanto previsto dal presente Documento di Offerta.
<b>Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni</b>	Equita, soggetto incaricato del coordinamento della raccolta delle adesioni all'OPAS.
<b>Istruzioni di Borsa</b>	Le istruzioni al Regolamento di Borsa Italiana, in vigore alla Data del Documento di Offerta.
<b>MAR</b>	Il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato.
<b>Modello 231</b>	Il modello di organizzazione, gestione e controllo previsto dal D. Lgs. 231/2001 adottato dall'Offerente in data 15 maggio 2017, il cui testo riproduce, nelle sue linee generali e <i>mutatis mutandis</i> , quello approvato dall'Emittente in data 7 febbraio 2014 e successivamente sottoposto a costanti aggiornamenti di tempo in tempo approvati dal relativo consiglio di amministrazione.
<b>Monte Titoli</b>	Monte Titoli S.p.A., con sede legale in Milano, Piazza degli Affari n. 6.
<b>MTA ovvero Mercato Telematico Azionario</b>	Il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana.
<b>Obbligazioni CDP Equity</b>	Le n. 50.000 obbligazioni che CDP Equity ha ricevuto da BFH a seguito della sottoscrizione e liberazione del POC.
<b>Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, TUF</b>	L'obbligo dell'Offerente di acquistare le residue Azioni BF da chi ne faccia richiesta, ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF, qualora l'Offerente venga a detenere, per effetto delle adesioni all'Offerta, di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione e/o dell'esecuzione dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, una partecipazione complessiva nell'Emittente almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente stesso.
<b>Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, TUF</b>	L'obbligo dell'Offerente di acquistare, da chi ne faccia richiesta, le Azioni BF non apportate all'Offerta, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF qualora, a seguito dell'Offerta stessa, l'Offerente venga a detenere, per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi

	della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione, una partecipazione complessiva superiore al 90% del capitale sociale dell'Emittente, ma inferiore al 95% del capitale sociale medesimo.
<b>Offerta o OPAS</b>	L'operazione descritta nel Documento di Offerta, ossia l'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio promossa da BFH ai sensi degli artt. 102 e seguenti del TUF avente ad oggetto massime n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna, rappresentative del 21,654% del capitale sociale di BF, che includono le n. 70.323 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative dello 0,893% del capitale sociale dell'Emittente di proprietà di Federico Vecchioni e non includono invece le n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative del 78,346% del capitale sociale dell'Emittente che, alla Data del Documento di Offerta, sono già detenute dall'Offerente.
<b>Operazione</b>	L'operazione finalizzata a riorganizzare le attività e la struttura del Gruppo e a dare attuazione al Piano Industriale 2017-2019 - che si inserisce nel contesto del più ampio Progetto Industriale - da perfezionare mediante l'Aumento di Capitale Soci BFH, l'emissione del POC, l'Aumento di Capitale CDP Equity, l'Aumento di Capitale OPAS e la promozione dell'OPAS.
<b>Opzione Corrispettivo Alternativo</b>	L'opzione riconosciuta in capo agli Aderenti di ricevere il Corrispettivo Alternativo in luogo del Corrispettivo Originario, esercitabile esclusivamente al momento dell'adesione all'OPAS e solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione.
<b>Periodo di Adesione</b>	Il periodo di tempo a disposizione dei detentori delle Azioni Bonifiche Ferraresi per aderire all'Offerta, concordato con Borsa Italiana, che avrà durata dalle ore 8:30 del giorno 29 maggio 2017 alle ore 17:30 del giorno 16 giugno 2017, estremi inclusi.
<b>Piano Industriale 2017-2019</b>	Il piano industriale per gli esercizi 2017, 2018 e 2019, che si colloca nel contesto del più ampio Progetto Industriale, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente il 10 aprile 2017 e contenente le linee guida strategiche e gli obiettivi di breve/medio periodo che il Gruppo intende intraprendere nonché le previsioni economiche, finanziarie e patrimoniali elaborate dall'Offerente in relazione agli esercizi 2017-2019.
<b>PMI</b>	Alla Data del Documento di Offerta, fermo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi i

	predetti limiti per tre anni consecutivi, così come previsto dall'art. 1, comma 1, lett. <i>w-quater</i> .1), del TUF.
<b>POC</b>	Il prestito obbligazionario dell'importo complessivo di Euro 50.000.000,00, avente scadenza il 22 settembre 2018, emesso da BFH in data 22 marzo 2017 e integralmente sottoscritto e liberato da CDP Equity in pari data, che, a seconda dei casi, sarà (i) automaticamente convertito in n. 20.833.333 azioni di BFH quotate, ad un prezzo di conversione unitario di Euro 2,40, alla Data di Inizio delle Negoziazioni, (ii) nel caso di mancato perfezionamento dell'OPAS, automaticamente convertito in n. 20.833.333 azioni di BFH non quotate, antecedentemente alla data di esecuzione della Fusione, ad un prezzo di conversione unitario di Euro 2,40. In questo scenario, le azioni BFH (non quotate) rinvenienti a CDP Equity dalla predetta conversione saranno - così come tutte le azioni BF Holding di proprietà degli altri soci di BF Holding - concambiate in azioni Bonifiche Ferraresi (quotate) nell'ambito della Fusione, ovvero (iii) nel caso di mancato perfezionamento dell'OPAS e nel caso in cui non divenga efficace la Fusione, rimborsato alla Data di Scadenza del POC dall'Offerente, a scelta dell'Offerente stesso, in denaro o mediante <i>datio in solutum</i> di azioni quotate di Bonifiche Ferraresi.
<b>Procedura Congiunta</b>	La procedura congiunta per (i) l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e (ii) l'esercizio del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF che, al ricorrere dei relativi presupposti, sarà concordata con Consob e Borsa Italiana ai sensi dell'art. 50- <i>quinquies</i> , comma 1, del Regolamento Emittenti.
<b>Procedura OPC</b>	La procedura per le operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente in data 10 aprile 2017, previo parere favorevole del Comitato Parti Correlate BF in pari data, con efficacia a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni.
<b>Progetto Alternativo di Riorganizzazione</b>	Il progetto alternativo di riorganizzazione - da attuarsi solo in caso di mancato raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS - che contempla l'attuazione della Fusione. Si precisa che in relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente.
<b>Progetto Industriale</b>	Il progetto industriale per gli esercizi 2017-2025, inclusivo del Piano Industriale 2017-2019, che si intende attuare per mezzo dell'Operazione,

	<p>approvato in data 13 febbraio 2017 dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente e le cui linee guida, allegata all'Accordo di Investimento, sono state condivise in pari data dal consiglio di amministrazione di Bonifiche Ferraresi che, previo parere del Comitato Controllo e Rischi BF, ha espresso il proprio giudizio positivo in merito alla valenza industriale dello stesso, nei termini rappresentati dalle predette linee guida.</p>
<b>Prospetto Informativo</b>	<p>Il prospetto informativo relativo all'ammissione a quotazione sul MTA delle azioni ordinarie di BF Holding e all'offerta pubblica di sottoscrizione finalizzata allo scambio tra le Azioni BF Holding e le Azioni BF, redatto in conformità a quanto previsto dal Regolamento (CE) 809/2004 e pubblicato in data 28 maggio 2017 dall'Offerente.</p>
<b>Quotazione delle Azioni BF Holding</b>	<p>L'inizio delle negoziazioni delle azioni BF Holding sul MTA.</p>
<b>Regolamento (CE) 809/2004</b>	<p>Il Regolamento 809/2004/CE della Commissione Europea del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari, e successive modifiche ed integrazioni, in vigore alla Data del Documento d'Offerta.</p>
<b>Regolamento Emittenti</b>	<p>Il regolamento approvato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato e in vigore alla Data del Documento di Offerta.</p>
<b>Regolamento del POC</b>	<p>Il regolamento che disciplina i termini essenziali del POC, allegato all'Accordo di Investimento.</p>
<b>Regolamento di Borsa</b>	<p>Il regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana, in vigore alla Data del Documento di Offerta.</p>
<b>Regolamento Parti Correlate</b>	<p>Il regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, in vigore alla Data del Documento d'Offerta.</p>
<b>Riorganizzazione</b>	<p>Il progetto di riorganizzazione delle attività e della struttura di BFH e di Bonifiche Ferraresi destinato alla riorganizzazione delle attività attualmente svolte, rispettivamente, dall'Offerente e da Bonifiche Ferraresi tramite (i) l'estensione delle attività del Gruppo ad ambiti integrati e complementari a quello agricolo, (ii) la verticalizzazione delle filiere ovvero integrazione a monte e a valle ovvero integrazione a monte e a valle, da realizzarsi attraverso <i>partnership</i> con operatori del settore che consentano il consolidamento di un presidio sulla filiera alimentare italiana, (iii) l'ampliamento del comparto produttivo finalizzato a diversificare le categorie merceologiche trattate e (iv) la</p>

	valorizzazione del patrimonio immobiliare.
<b>Scheda di Adesione</b>	Il modello di scheda di adesione che potrà essere utilizzato per aderire all'Offerta, allegato al Documento di Offerta quale Appendice 6.
<b>Società di Revisione</b>	Deloitte & Touche S.p.A. con sede legale in Milano, Via Tortona n. 25.
<b>Soglia Minima OPAS</b>	La percentuale superiore al 90% nel capitale di Bonifiche Ferraresi, il cui raggiungimento costituisce la Condizione di Efficacia dell'OPAS.
<b>Statuto Attuale</b>	Lo statuto sociale dell'Offerente in vigore alla Data del Documento di Offerta.
<b>Statuto Post Quotazione</b>	Lo statuto sociale dell'Offerente approvato dall'assemblea straordinaria dell'Offerente del 22 marzo 2017, che entrerà in vigore alla Data di Inizio delle Negoziazioni.
<b>Struttura Amministrativa e Gestionale BF</b>	La struttura amministrativa e gestionale di Bonifiche Ferraresi composta da 11 dipendenti (di cui 2 dirigenti, 2 quadri e 7 impiegati), dai contratti e dagli altri beni materiali ed immateriali connessi alla medesima funzione amministrativa e gestionale quali, a titolo indicativo e non esaustivo, le macchine elettroniche, i mobili e gli arredi d'ufficio, le licenze di utilizzo dei <i>software</i> applicativi di natura contabile e gestionale e le autovetture aziendali assegnate a titolo di <i>fringe benefits</i> ai dipendenti di tale funzione amministrativa e gestionale.
<b>TUF o Testo Unico</b>	Il decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato ed integrato, in vigore alla Data del Documento di Offerta.
<b>Soci BFH</b>	Alla Data del Documento di Offerta: Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Aurelia S.r.l., Autosped G S.p.A., PER S.p.A., Sergio Dompé S.r.l., Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Agritrans S.r.l., Inalca S.p.A., Ornella Maria Randi Federspiel, Banca Popolare di Cortona S.c.p.a., Bios Line Holding S.r.l., Consorzi Agrari d'Italia Società Consortile per Azioni, Consorzio Agrario dell'Emilia Società Cooperativa, Consorzio Agrario della Maremma Toscana Società Cooperativa, Consorzio Agrario del Nordest Società Cooperativa, Farchioni Olii S.p.A., Ocrim S.p.A., Società Italiana Sementi S.p.A.
<b>Vecchio Piano BF</b>	Il piano industriale 2015-2019 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi in data 16 dicembre 2014.



[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA VOLUTAMENTE BIANCA]

## GLOSSARIO

Si riporta di seguito un elenco dei termini tecnici utilizzati all'interno del Documento di Offerta, in aggiunta a quelli indicati nel testo. Tali termini, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. Per i termini qui riportati, ogni qualvolta il contesto lo richiama, la forma singolare include la forma plurale e viceversa.

<b>B2B</b>	<i>Business to business.</i>
<b>B2C</b>	<i>Business to consumers.</i>
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. L'EBITDA è definito come utile netto dell'esercizio al lordo degli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ed immateriali, delle svalutazioni o ripristini di valore, minusvalenze o plusvalenze da realizzo di attività non correnti, dei proventi e degli oneri finanziari e delle imposte. L'EBITDA è una misura definita ed utilizzata dall'Offerente per monitorare e valutare l'andamento operativo, ma non è definita nell'ambito dagli IFRS; pertanto deve essere considerata una misura alternativa per la valutazione dell'andamento del risultato operativo del Gruppo. Poiché l'EBITDA non è una misura la cui determinazione è regolamentata dai principi contabili di riferimento per la predisposizione del bilancio dell'Offerente, il criterio applicato per la determinazione dell'EBITDA potrebbe non essere omogeneo con quello adottato da altre società, e pertanto potrebbe non essere comparabile.
<b>GDO</b>	Grande distribuzione organizzata.
<b>Greening</b>	Una componente ecologica obbligatoria introdotta nella PAC a partire dal 1 gennaio 2015 nell'ambito della strutturazione dei pagamenti diretti a favore degli agricoltori.
<b>HoReCa</b>	<i>Hotellerie-Restaurant-Catering.</i>
<b>PAC</b>	La politica agricola comune finanziata dal Fondo Europeo Agricolo di Garanzia e dal Fondo Europeo Agricolo per lo Sviluppo Rurale a sostegno dell'agricoltura e dello sviluppo rurale, in vigore alla Data del Documento di Offerta.
<b>Zootecnica</b>	La disciplina che si occupa dell'allevamento e della produzione degli animali domestici.

## PREMESSE

Le seguenti Premesse forniscono una sintetica descrizione della struttura dell'Operazione nell'ambito della quale si colloca l'Offerta oggetto del presente Documento di Offerta nonché delle caratteristiche dell'Offerta medesima.

Ai fini di una compiuta valutazione dei termini e delle condizioni dell'Offerta si raccomanda l'attenta lettura del successivo Paragrafo "Avvertenze" e, comunque, dell'intero Documento di Offerta, che incorpora mediante riferimento anche informazioni e dati contenuti nel Prospetto Informativo che, a tal fine, è stato messo a disposizione del pubblico, unitamente al presente Documento di Offerta, presso la sede dell'Offerente nonché sul sito web dell'Emittente <http://bonificheferraresi.it/it>.

### 1. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE NELL'AMBITO DELLA QUALE VIENE PROMOSSA L'OFFERTA

L'Offerta descritta nel Documento di Offerta consiste in un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio promossa da BF Holding ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e seguenti del TUF nonché delle applicabili disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti, avente ad oggetto le massime n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna, rappresentative del 21,654% del capitale sociale di BF, che includono le n. 70.323 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative dello 0,893% del capitale sociale dell'Emittente di proprietà di Federico Vecchioni e non includono invece le n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative del 78,346% del capitale sociale dell'Emittente che, alla Data del Documento di Offerta, sono già detenute dall'Offerente.

L'Offerta, come reso noto al mercato con comunicato stampa diffuso in data 13 febbraio 2017, nonché come annunciato dall'Offerente con il Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF, diffuso il 22 marzo 2017 ai sensi degli artt. 102 del TUF e 37 del Regolamento Emittenti, si inserisce nel contesto dell'Operazione in forza del quale il Gruppo intende riorganizzare le attività e la struttura del Gruppo medesimo nonché dare esecuzione al Progetto Industriale, nel contesto del quale si colloca il Piano Industriale 2017-2019. Obiettivo principale del Progetto Industriale è rappresentato, in particolare (i) dalla concentrazione delle attività prettamente agricole in una società non quotata (l'attuale Bonifiche Ferraresi, le cui azioni saranno quindi in ultimo revocate dalla quotazione), e (ii) dallo svolgimento di attività complementari da parte dell'Offerente, che diventerà una società operativa e per le cui azioni è stata richiesta l'ammissione alla quotazione sul MTA. Il Progetto Industriale mira infatti ad ampliare le attività attualmente svolte da Bonifiche Ferraresi e da BF Holding tramite (i) l'estensione delle attività del Gruppo, ad ambiti integrati e complementari a quello agricolo (e.g., consulenza, trasformazione e commercializzazione della merce); (ii) la verticalizzazione delle filiere ovvero integrazione a monte e a valle, da realizzarsi attraverso *partnership* con operatori del settore che consentano il consolidamento di un presidio sulla filiera alimentare italiana; (iii) l'ampliamento del comparto produttivo per la diversificazione delle categorie merceologiche; e (iv) la valorizzazione del patrimonio immobiliare.

#### 1.1 L'Operazione

Ai sensi dell'Accordo di Investimento è previsto che l'Operazione sia realizzata attraverso l'implementazione delle seguenti fasi principali, alcune delle quali già perfezionate come di seguito meglio indicato:

- (i) l'adozione da parte dell'assemblea straordinaria e ordinaria, ciascuna per quanto di rispettiva competenza, delle delibere aventi rispettivamente ad oggetto:
  - a) l'eliminazione del valore nominale delle azioni di BF Holding;
  - b) l'approvazione dell'Aumento di Capitale Soci BFH;
  - c) l'emissione delle Obbligazioni CDP Equity;
  - d) l'Aumento di Capitale CDP Equity al servizio del POC, in via inscindibile e a pagamento, riservato a CDP Equity;
  - e) l'Aumento di Capitale OPAS;
  - f) l'adozione dello Statuto Post Quotazione destinato ad entrare in vigore alla Data di Inizio delle Negoziazioni;
  - g) la nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione di BF Holding.

Le delibere di cui al punto (i) che precede sono state tutte adottate all'unanimità dai soci in data 22 marzo 2017 e, in pari data:

- I. l'Aumento di Capitale Soci BFH è stato integralmente sottoscritto e liberato per la somma di Euro 10.000.000,00;

- II. CDP Equity ha sottoscritto tutte le Obbligazioni CDP Equity e ha quindi effettuato a favore di BF Holding il versamento dell'importo di Euro 50.000.000,00;
- (ii) la promozione dell'OPAS da parte di BF Holding, avvenuta in data 11 aprile 2017;
  - (iii) il trasferimento da BF a BF Holding della Struttura Amministrativa e Gestionale di BF e, quindi, il perfezionamento della Cessione di Ramo di Azienda; è previsto che l'atto notarile di Cessione di Ramo d'Azienda sia perfezionato entro la fine del Periodo di Adesione e che lo stesso acquisti efficacia a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni;
  - (i) la Quotazione delle Azioni BF Holding, che costituisce un requisito essenziale che dovranno avere le Azioni BF Holding offerte a titolo di Corrispettivo OPAS e, pertanto, un presupposto necessario del perfezionamento dell'OPAS.

### **1.1.1 POC, Aumento di Capitale CDP Equity e Aumento di Capitale Soci BFH**

CDP Equity, in qualità di investitore istituzionale, ha manifestato il proprio interesse a investire nel Progetto Industriale apportando alla Società nuove risorse finanziarie per dare esecuzione a detto progetto. Tali risorse sono state messe a disposizione dell'Offerente mediante sottoscrizione e liberazione del POC, avvenute in data 22 marzo 2017. Come detto, le Obbligazioni CDP Equity, in caso di buon esito dell'OPAS, sono destinate ad essere convertite automaticamente in azioni BF Holding alla Data di Inizio delle Negoziazioni. Per ulteriori informazioni in merito alle altre ipotesi - ed alle relative tempistiche - di conversione/rimborso delle Obbligazioni CDP Equity si rinvia a quanto descritto al seguente Paragrafo 1.1.1.(a).

Ulteriori risorse finanziarie al servizio della realizzazione del Progetto Industriale e, più in generale, dell'Operazione, sono state apportate dai Soci BFH mediante la sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale Soci BFH, anch'esse avvenute in data 22 marzo 2017.

#### **1.1.1.(a) Il POC e l'Aumento di Capitale CDP Equity**

##### POC

In data 22 marzo 2017 l'assemblea straordinaria ha deliberato l'emissione del POC riservato a CDP Equity, interamente sottoscritto e liberato da CDP Equity in pari data.

Il POC è stato emesso allo scopo di dotare BF Holding delle risorse finanziarie necessarie per l'attuazione del Progetto Industriale; in particolare, a termini del POC, CDP Equity ha apportato a BF Holding la somma di Euro 50.000.000,00 ed ha ricevuto in cambio le Obbligazioni CDP Equity, che saranno convertite alla Data di Inizio delle Negoziazioni come di seguito specificato.

Nello specifico, ai sensi del Regolamento del POC, le Obbligazioni CDP Equity saranno:

- (i) automaticamente convertite alla Data di Inizio delle Negoziazioni in n. 20.833.333 azioni BF Holding quotate sul MTA, ad un prezzo di conversione unitario di Euro 2,40. In tale ipotesi, la partecipazione detenuta da CDP Equity nella Società, potrà oscillare tra il 19,435% (nell'ipotesi di adesione totalitaria all'OPAS con Corrispettivo Originario) ed il 21,074% (nell'ipotesi di adesione all'OPAS per il 90% + 1 Azione BF con Corrispettivo Alternativo e scelta – da parte di tutti gli azionisti di BF che non abbiano aderito all'OPAS – in esecuzione delle procedure di cui agli artt. 108 e/o 111 del TUF, del Corrispettivo Integrale in Denaro; ovvero
- (ii) nel caso di mancato perfezionamento dell'OPAS, automaticamente convertite in n. 20.833.333 Azioni BF Holding non quotate, antecedentemente alla data di esecuzione della Fusione, ad un prezzo di conversione unitario di Euro 2,40. In questo scenario, le Azioni BF Holding (non quotate) rinvenienti a CDP Equity dalla predetta conversione saranno - così come tutte le Azioni BF Holding di proprietà degli altri soci di BF Holding - concambiate in azioni Bonifiche Ferraresi, quotate, nell'ambito della Fusione; ovvero
- (iii) nel caso di mancato perfezionamento dell'OPAS e nel caso in cui non divenga efficace la Fusione, rimborsate alla Data di Scadenza del POC dall'Offerente. In questa ipotesi il rimborso potrà avvenire, alternativamente e a scelta dell'Offerente:
  - a. in denaro, nel qual caso l'Offerente corrisponderà a CDP Equity il 100% dell'ammontare del POC, unitamente agli interessi maturati tra la data di emissione e la Data di Scadenza del POC; ovvero
  - b. mediante trasferimento a CDP Equity di un numero di Azioni BF di valore complessivo – determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di mercato nei 6 mesi che precedono la Data di Scadenza del POC – pari al 100% dell'ammontare del POC e

pagamento in denaro dell'importo degli interessi maturati tra la data di emissione e la Data di Scadenza del POC.

Il Regolamento del POC prevede inoltre alcuni impegni che l'Offerente dovrà rispettare sino all'integrale rimborso o sino alla conversione delle Obbligazioni CDP Equity, che comprendono il divieto di:

- a) utilizzare gli importi oggetto del POC per scopi diversi dal perfezionamento della Riorganizzazione;
- b) pagare qualsiasi dividendo o effettuare qualsiasi altra distribuzione o rimborso ai propri azionisti;
- c) assumere nuovo indebitamento finanziario;
- d) deliberare la costituzione di patrimoni destinati ai sensi degli articoli 2447-bis e seguenti del Codice Civile;
- e) costituire qualsivoglia vincolo di natura reale ivi inclusi ogni garanzia reale, ipoteca, privilegio o pegno.

In caso di violazione dei predetti impegni CDP Equity avrà facoltà di richiedere che il POC venga immediatamente rimborsato, unitamente agli interessi maturati. Tale facoltà, ai sensi del Regolamento del POC, potrà inoltre essere esercitata da CDP Equity:

- I. qualora fossero iniziati procedimenti nei confronti dell'Offerente ai sensi di qualsiasi legge inerente la liquidazione, l'insolvenza, il concordato o altre analoghe disposizioni o fosse richiesta la nomina di un curatore, gestore, amministratore giudiziario o altri simili funzionari, fatto salvo il caso in cui l'istanza di fallimento (o qualsiasi altra azione o procedura analoga) risultasse palesemente infondata e vessatoria;
- II. nel caso in cui, ove venisse data attuazione alla Fusione (e, quindi, al Progetto Alternativo di Riorganizzazione), l'assemblea straordinaria di Bonifiche Ferraresi non approvasse un testo di statuto della società risultante dalla Fusione conforme, *mutatis mutandis*, allo Statuto Post Quotazione.

Il Regolamento del POC non è assistito da alcuna garanzia e non contiene obblighi relativi al rispetto di parametri finanziari.

È inoltre previsto che la conversione automatica di cui ai paragrafi (i) e (ii) sopra riportati non operi nel caso in cui (x) l'Offerente perda il controllo di diritto di Bonifiche Ferraresi ai sensi dell'art. 2359, comma 1, del Codice Civile ovvero (y) Bonifiche Ferraresi deliberi aumenti di capitale, operazioni di fusione, scissione, trasformazione, di messa in liquidazione, ovvero l'ammissione a procedure concorsuali o l'adesione ad accordi stragiudiziali regolati dalla legge fallimentare, la cessione dell'azienda o di rami sostanziali della stessa, fuori dai casi previsti dall'Operazione e dal Progetto Alternativo di Riorganizzazione.

Le Obbligazioni CDP Equity produrranno interessi al tasso fisso nominale annuo del 2% (il **Tasso di Interesse**) dalla data di emissione (inclusa) e sino alla Data di Scadenza del POC (esclusa).

In caso di mancato puntuale ed integrale pagamento da parte dell'Offerente degli importi dovuti a titolo di interessi, saranno dovuti gli interessi di mora ad un tasso pari al Tasso di Interesse per tutto il periodo del ritardo, maggiorato del 2% per anno.

Con riferimento ai fattori di rischio connessi al POC, si rinvia al Paragrafo 4.1.3, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 83 e seguenti, incluso mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

### Aumento di Capitale CDP Equity

L'Aumento di Capitale CDP Equity è un aumento di capitale in via inscindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo complessivo di Euro 50.000.000,00 (di cui Euro 29.166.667,00 a titolo di sovrapprezzo), mediante la futura emissione di un numero di azioni ordinarie pari a n. 20.833.333 al prezzo di sottoscrizione di Euro 2,40 (di cui Euro 1,40 a titolo di sovrapprezzo), prive di valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni BFH già in circolazione alla data di emissione, al servizio della conversione del POC.

#### **1.1.1.(b) L'Aumento di Capitale Soci BFH**

L'Aumento di Capitale Soci BFH è un aumento di capitale, in via inscindibile e a pagamento, per un importo complessivo di Euro 10.000.000,00 (di cui Euro 5.833.334,00 a titolo di sovrapprezzo), con emissione di n. 4.166.656 nuove azioni ordinarie, prive del valore nominale, aventi godimento regolare, offerto in opzione ai Soci BFH, in proporzione al numero di azioni dagli stessi possedute, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2441, comma 1, del Codice Civile, ciascuna ad un prezzo di sottoscrizione di Euro 2,40 (di cui Euro 1,40 a titolo di sovrapprezzo). L'Aumento di Capitale Soci BFH è stato deliberato dall'assemblea straordinaria della Società in data 22 marzo 2017 ed è stato interamente sottoscritto e liberato in pari data.

L'Aumento di Capitale Soci BFH è stato emesso ad un prezzo identico al prezzo implicito di conversione delle Obbligazioni CDP Equity.

Di seguito si riporta la composizione della compagine sociale dell'Offerente a seguito del perfezionamento dell'Aumento di Capitale Soci BFH.

Azionista	Numero di Azioni	% del capitale sociale
Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde	22.911.107	33,06%
RDNA S.r.l.	11.455.553	16,53%
Per S.p.A.	9.164.443	13,22%
Aurelia S.r.l.	6.873.332	9,92%
Cassa di Risparmio di Lucca	4.582.221	6,61%
Autosped G S.p.A.	2.291.110	3,31%
Inalca S.p.A.	2.291.110	3,31%
Agritrans S.r.l.	2.291.110	3,31%
Randi Federspiel Ornella	2.127.927	3,07%
Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a.	1.773.273	2,56%
Farchioni Olli - S.p.A.	886.636	1,28%
Ocrim - Societa' per l'industria meccanica S.p.A.	531.981	0,77%
Banca Popolare di Cortona S.c.p.a.	531.981	0,77%
Consorzio Agrario dell'Emilia – S.c.	531.981	0,77%
Consorzio Agrario del Tirreno S.c.	354.654	0,51%
Bios Line Holding S.r.l.	354.654	0,51%
S.i.s. Società Italiana Sementi - S.p.A.	177.327	0,26%
Consorzio Agrario del Nordest S.c.	177.327	0,26%
<b>TOTALE</b>	<b>69.307.727</b>	<b>100%</b>

## 2. CARATTERISTICHE DELL'OFFERTA

L'Offerta ha ad oggetto massime n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna, rappresentative del 21,654% del capitale sociale di BF, che includono le n. 70.323 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative dello 0,893% del capitale sociale dell'Emittente di proprietà di Federico Vecchioni e non includono invece le n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative del 78,346% del capitale sociale dell'Emittente che, alla Data del Documento di Offerta, sono già detenute dall'Offerente.

La decisione di promuovere l'Offerta è stata comunicata dall'Offerente al mercato in data 22 marzo 2017 con il Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF.

Facendo seguito al Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF, l'Offerente, con il Comunicato Integrativo del 10 aprile 2017, ha reso noto al pubblico che in data 10 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione, previo parere favorevole del Collegio Sindacale, ha deliberato di prevedere che – in considerazione dell'onere fiscale cui taluni azionisti di Bonifiche Ferraresi sarebbero soggetti in considerazione del valore al quale hanno in carico le Azioni Bonifiche Ferraresi – agli aderenti all'OPAS sia data facoltà di optare tra due diverse formule di corrispettivo, identiche tra loro per valore, ma diversificate in relazione alle rispettive componenti azionaria e in denaro.

In particolare, per effetto della delibera adottata in data 10 aprile 2017 dal Consiglio di Amministrazione, gli Aderenti potranno decidere di ricevere in cambio di ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione:

- (i) il Corrispettivo Originario, vale a dire il corrispettivo costituito da (i) n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro pari ad Euro 1,05; ovvero, in alternativa
- (ii) il Corrispettivo Alternativo, vale a dire il corrispettivo costituito da (i) n. 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro pari ad Euro 2,25.

Gli azionisti di Bonifiche Ferraresi potranno esercitare l'Opzione Corrispettivo Alternativo esclusivamente al momento dell'adesione all'OPAS e, in caso di esercizio, solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione.

Nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi, rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario. In linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione

BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

Peraltro, tenendo conto dei resti che comporterebbe il Corrispettivo Alternativo, questo sarà strutturato in modo da prevedere che gli Aderenti che optino per il Corrispettivo Alternativo ricevano 19 Azioni BF Holding e la somma di Euro 4,50 per ogni 2 Azioni BF portate in adesione.

Per le ulteriori informazioni concernenti le Azioni BF Holding a servizio dell'OPAS, ivi incluse le informazioni concernenti il regime fiscale delle medesime, si rinvia al Capitolo IV, Sezione Seconda, pagine 340 e seguenti del Prospetto Informativo, qui incluso mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Le Azioni BF Holding che saranno emesse a servizio dell'Offerta rivengono dall'Aumento di Capitale OPAS deliberato dall'assemblea straordinaria dell'Offerente del 22 marzo 2017, in via scindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, per un importo massimo complessivo di Euro 40.925.280 (di cui massimi Euro 23.873.080 a titolo di sovrapprezzo) mediante emissione di massime n. 17.052.200 nuove Azioni BF Holding aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, da liberarsi entro il 30 settembre 2017, in una o più volte e anche in più *tranche*, esclusivamente mediante il conferimento in natura di Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'OPAS.

Ai fini dell'Aumento di Capitale OPAS, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato, ai sensi dell'art. 2440 del Codice Civile, di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* del Codice Civile per la stima delle Azioni Bonifiche Ferraresi oggetto di conferimento. Tale disciplina consente, in particolare, di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti a opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni conferiti sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione riferita a una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto di conferimento, a condizione che tale valutazione provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità (si veda l'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b) del Codice Civile).

L'Offerente ha pertanto conferito al Prof. Mauro Bini – esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lettera b), del Codice Civile – l'incarico di redigere la propria valutazione delle Azioni Bonifiche Ferraresi oggetto di conferimento in natura. In data 3 marzo 2017, il Prof. Mauro Bini ha emesso la propria relazione di stima delle Azioni Bonifiche Ferraresi, riferita alla data del 31 dicembre 2016, allegata quale Appendice 4 al Documento di Offerta.

In data 6 marzo 2017 il Collegio Sindacale di BF Holding ha emesso il proprio parere di congruità ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, allegato quale Appendice 5 al Documento di Offerta.

Con la relazione integrativa del 10 aprile 2017 (allegata quale Appendice 4 al Documento di Offerta), il Prof. Mauro Bini ha confermato l'equivalenza del valore espresso dal Corrispettivo Originario e dal Corrispettivo Alternativo, così come la conformità del Corrispettivo Alternativo al disposto dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile.

Inoltre, ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 2343-*quater* e 2440 del Codice Civile, è previsto che gli amministratori dell'Offerente rilascino, entro il termine di 30 giorni dall'esecuzione del conferimento, una dichiarazione contenente le informazioni di cui alle lettere a), b), c), d) ed e) dell'art. 2343-*quater*, comma 3, del Codice Civile, ossia:

- a) la descrizione dei beni oggetto di conferimento (nel caso di specie, le Azioni Bonifiche Ferraresi) per i quali non si sia fatto luogo alla relazione di cui all'art. 2343, comma 1, del Codice Civile;
- b) il valore attribuito a detti beni, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione;
- c) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo;
- d) la dichiarazione che non sono intervenuti, successivamente alla data cui si riferisce la valutazione redatta dall'esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lettera b), del Codice Civile, fatti eccezionali o nuovi fatti rilevanti che incidono sulla valutazione di cui alla lettera (b) che precede; e
- e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-*ter*, comma 2, lettera b), del Codice Civile. Ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma 4, del Codice Civile, fino a quando la dichiarazione con i contenuti di cui alle lettere (a), (b), (c), (d) ed (e) non sia

iscritta nel Registro delle Imprese di Milano, le Azioni BF Holding di nuova emissione sono inalienabili e devono restare depositate presso l'Offerente.

La dichiarazione degli amministratori di BF Holding, rilasciata ai sensi dell'art. 2343-*quater*, comma 4, del Codice Civile, sarà iscritta nel Registro delle Imprese di Milano entro il 20 giugno 2017 e, in ogni caso, entro la Data di Pagamento del Corrispettivo.

In considerazione del fatto che BF Holding detiene la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria di BF, trova applicazione l'esenzione prevista dall'art. 101-*bis*, comma 3, del TUF e, pertanto, non sono applicabili all'Offerta gli artt. 102, comma 2, 103, comma 3-*bis*, del TUF e ogni altra disposizione del TUF che pone a carico dell'Offerente o dell'Emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti e dei loro rappresentanti.

Si segnala che l'Offerta potrà essere perfezionata solo in caso di raggiungimento della Soglia Minima OPAS e di Quotazione delle Azioni BF Holding, come indicato al Paragrafo A.1, Sezione A, del Documento di Offerta.

## 2.1. Garanzie di esatto adempimento

In data 13 febbraio 2017 il Consiglio di Amministrazione ha determinato il valore di emissione di ciascuna Azione BF Holding a servizio dell'Offerta e da assegnare a ciascun Aderente alla medesima. A garanzia dell'esatto adempimento dell'obbligazione di pagamento del Corrispettivo OPAS assunta dall'Offerente ai termini e alle condizioni di cui al Documento di Offerta, per la componente in azioni del Corrispettivo OPAS l'assemblea straordinaria degli azionisti di BF Holding in data 22 marzo 2017 ha deliberato l'Aumento di Capitale OPAS. L'Offerente, pertanto non deve porre in essere ulteriori adempimenti societari per dare corso all'Offerta e, quindi all'emissione delle Azioni BF Holding.

A garanzia dell'esatto adempimento dell'obbligazione di pagamento del Corrispettivo OPAS e dei corrispettivi dovuti, al ricorrere dei relativi presupposti, alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF, assunta dall'Offerente, per la componente in denaro l'Offerente medesimo ha trasferito l'importo di Euro 21.791.721,00 in un deposito vincolato e di immediata liquidabilità, intrattenuto presso Banca Popolare di Milano S.p.A., e ha conferito a quest'ultima mandato irrevocabile, in quanto nell'interesse di terzi, a che l'importo in questione sia impiegato esclusivamente per effettuare, in nome e per conto dell'Offerente, i pagamenti in denaro necessari in conseguenza delle adesioni all'Offerta e per l'adempimento dell'Obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF nonché dell'Obbligo di acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per l'esercizio del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF.

## 3. PROGETTO ALTERNATIVO DI RIORGANIZZAZIONE

Solo in caso di mancato raggiungimento della Soglia Minima OPAS ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS, è previsto sia data attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione che contemplerà (A) l'esecuzione – nell'arco dei tempi tecnici necessari allo scopo e comunque non oltre la Data di Scadenza del POC – della Fusione, sulla scorta di un concambio che sarà determinato in funzione dei *fair value* di BF Holding e di Bonifiche Ferraresi, (B) il successivo scorporo delle attività agricole svolte ad oggi da Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima, e (C) l'ampliamento dell'attuale ambito di operatività di Bonifiche Ferraresi, le cui azioni resteranno quotate sul MTA. In relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente.

## 4. TAVOLA SINOTTICA DEI PRINCIPALI EVENTI RELATIVI ALL'OFFERTA

Si riporta di seguito, in forma sintetica, il calendario dei principali avvenimenti relativi all'Offerta e la relativa tempistica.

Si rende noto che la tempistica che segue è indicativa e potrebbe subire modifiche al verificarsi di eventi e circostanze indipendenti dalla volontà dell'Offerente. Eventuali modifiche saranno comunicate al pubblico con le stesse modalità di diffusione del Documento di Offerta.

Data	Avvenimento	Modalità di comunicazione al mercato
13 febbraio 2017	Approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di	Comunicato dell'Offerente al mercato ai sensi dell'art. 114 del



	<p>Amministrazione e del consiglio di amministrazione dell'Emittente.</p> <p>Perfezionamento, da parte di Bonifiche Ferraresi, BF Holding e CDP Equity dell'Accordo di Investimento.</p> <p>Comunicazione dell'Offerente al mercato delle linee guida dell'Operazione.</p>	TUF.
<b>7 marzo 2017</b>	<p>Messa a disposizione del pubblico da parte dell'Offerente, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• del parere di congruità del Collegio Sindacale, redatto ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile; e</li> <li>• della valutazione dell'esperto indipendente, prof. Mauro Bini, attestante il valore delle Azioni Bonifiche Ferraresi, redatta ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile.</li> </ul>	-
<b>22 marzo 2017</b>	<p>Assemblea straordinaria che ha approvato:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'Aumento di Capitale Soci BFH;</li> <li>• l'Aumento di Capitale CDP Equity;</li> <li>• l'Aumento di Capitale OPAS.</li> </ul> <p>Sottoscrizione e liberazione integrale dell'Aumento di Capitale Soci BFH e del POC.</p> <p>Perfezionamento dei presupposti per la promozione dell'OPAS e promozione dell'OPAS stessa.</p>	Comunicazione alla Consob ed al pubblico della decisione di promuovere l'Offerta, ai sensi degli artt. 102, comma 1, del TUF e 37 del Regolamento Emittenti.
<b>10 aprile 2017</b>	Approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del Corrispettivo Alternativo.	Comunicato dell'Offerente al mercato ai sensi dell'art. 17 del MAR.
<b>11 aprile 2017</b>	Promozione dell'Offerta mediante deposito in Consob del Documento di Offerta, ai sensi dell'art. 102, comma 3, del TUF.	Presentazione a Consob da parte dell'Offerente del Documento di Offerta ai sensi degli artt. 102, comma 3, del TUF e 37-ter del Regolamento Emittenti.
<b>26 maggio 2017</b>	Approvazione del Documento di Offerta da parte di Consob, ai sensi dell'art. 102, comma 4, del TUF e del Prospetto Informativo.	Comunicato dell'Offerente al mercato, ai sensi dell'art. 36, comma 3, del Regolamento Emittenti.
<b>28 maggio 2017</b>	Publicazione del Documento di Offerta e del Comunicato dell'Emittente (comprensivo del parere degli amministratori indipendenti e dei pareri degli esperti indipendenti) e del Prospetto	<p>Diffusione di un comunicato, ai sensi dell'art. 36, comma 3, e 38, comma 2, del Regolamento Emittenti.</p> <p>Diffusione del Documento di Offerta, ai sensi degli artt. 36, comma 3, e</p>

	Informativo approvato da Consob.	38, comma 2, del Regolamento Emittenti.
<b>29 maggio 2017</b>	Inizio del Periodo di Adesione.	-
<b>16 giugno 2017</b>	Termine del Periodo di Adesione.	-
<b>16 giugno 2017 e, comunque, entro le ore 7:59 del primo Giorno di Borsa Aperta successivo al termine del Periodo di Adesione</b>	Comunicato sui Risultati Provvisori dell'Offerta, che indicherà: (i) i risultati provvisori dell'Offerta; (ii) l'eventuale sussistenza dei presupposti per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, TUF, ovvero della sussistenza dei presupposti per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, TUF; (iii) le modalità e la tempistica dell'eventuale De-listing di Bonifiche Ferraresi; e (iv) l'avveramento/il mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS e l'eventuale tempistica per la restituzione delle Azioni BF.	Comunicato ai sensi degli artt. 36, comma 3, e 41, comma 6, del Regolamento Emittenti.
<b>Entro le ore 7:59 del 21 giugno 2017</b>	Comunicato sui risultati Definitivi dell'Offerta.	Comunicato ai sensi dell'art. 41, comma 6, del Regolamento Emittenti.
<b>Senza indugio, successivamente alla pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni</b>	Comunicato circa l'avvenuta pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni e di conferma della circostanza che, alla Data di Pagamento del Corrispettivo, avrà luogo la Quotazione delle Azioni BF Holding e si perfezionerà pertanto l'OPAS.	Comunicato ai sensi dell'art. 36, comma 3, del Regolamento Emittenti.
<b>Senza indugio, in caso di mancata pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni</b>	Comunicato circa la mancata pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, nel quale si darà atto del mancato perfezionamento dell'Offerta a causa della mancanza del requisito di Quotazione delle Azioni BF Holding e della tempistica per la restituzione delle Azioni BF.	Comunicato ai sensi dell'art. 36, comma 3, del Regolamento Emittenti.
<b>Il quinto giorno di borsa aperta successivo alla chiusura del Periodo di Adesione, ossia il 23 giugno 2017</b>	Data di Pagamento.	-
	Inizio negoziazioni.	-
<b>In caso di sussistenza dei presupposti per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, a decorrere dall'avveramento dei presupposti di legge</b>	Pubblicazione di un comunicato contenente le informazioni necessarie per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, nonché la relativa indicazione sulla tempistica della revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione.	Comunicato ai sensi dell'art. 50- <i>quinquies</i> del Regolamento Emittenti.
<b>In caso di sussistenza dei presupposti per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto, a decorrere dall'avveramento dei presupposti di legge</b>	Pubblicazione di un comunicato contenente le informazioni necessarie per l'adempimento degli obblighi relativi al Diritto di Acquisto e, contestualmente, dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF, dando corso alla Procedura Congiunta, nonché la relativa indicazione sulla tempistica della revoca delle azioni dell'Emittente dalla quotazione.	Comunicato ai sensi dell'art. 50- <i>quinquies</i> del Regolamento Emittenti.



[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA VOLUTAMENTE BIANCA]

## **A. AVVERTENZE**

*Le Avvertenze che seguono devono essere lette congiuntamente al Prospetto Informativo che è stato a tal fine messo a disposizione del pubblico unitamente al presente Documento di Offerta presso la sede dell'Offerente, nonché sul sito web dell'Emittente <http://bonificheferraresi.it/it/home>.*

### **A.1 Efficacia dell'OPAS**

L'efficacia dell'OPAS è condizionata al raggiungimento da parte dell'Offerente di una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi. La Condizione di Efficacia dell'OPAS è irrevocabilmente dichiarata dall'Offerente come non rinunciabile.

L'Offerente comunicherà l'avveramento o il mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS e l'eventuale tempistica di restituzione delle Azioni BF entro la sera dell'ultimo giorno del Periodo di Adesione e, comunque, entro le ore 7:59 del primo Giorno di Borsa Aperta successivo al termine del Periodo di Adesione.

Si ricorda che, ove si sia avverata la Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'Offerta potrà essere perfezionata solamente nel caso in cui abbia luogo anche la Quotazione delle Azioni BF Holding, contestualmente alla Data di Pagamento del Corrispettivo. Borsa Italiana, con provvedimento n. 8351 del 25 maggio 2017, ha disposto l'ammissione alla quotazione sul MTA di tali azioni. L'inizio delle negoziazioni delle azioni di BF Holding sul Mercato Telematico Azionario è subordinata alla verifica della sufficiente diffusione degli strumenti finanziari, a seguito del raggiungimento della Soglia Minima OPAS, e sarà stabilito da Borsa Italiana con successivo avviso ai sensi dell'art. 2.4.2, comma 4, del Regolamento di Borsa. La Data di Inizio delle Negoziazioni coinciderà con la Data di Pagamento del Corrispettivo.

L'Offerente comunicherà senza indugio l'avvenuta pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, dando in tale sede altresì conferma della circostanza che, alla Data di Pagamento del Corrispettivo, avrà luogo la Quotazione delle Azioni BF Holding e si perfezionerà pertanto l'OPAS. In alternativa, in caso di mancata pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, l'Offerente comunicherà senza indugio tale circostanza, dando quindi atto del mancato perfezionamento dell'Offerta a causa della mancanza del requisito di Quotazione delle Azioni BF Holding e fornendo indicazioni in merito alla tempistica di restituzione delle Azioni BF. Con riferimento a quanto precede, si precisa peraltro che al fine di assicurare che, laddove si avveri la Condizione di Efficacia dell'OPAS, in presenza di una sufficiente diffusione sul mercato, Borsa Italiana disponga l'inizio delle negoziazioni, nel corso del periodo intercorrente tra il 19 maggio 2017 ed il 22 maggio 2017 ciascuno dei Soci BFH ha rilasciato una dichiarazione scritta a termini della quale ha (i) confermato che la propria partecipazione in BF Holding è rimasta invariata a decorrere dalla data in cui ha avuto esecuzione l'Aumento di Capitale Soci BFH e (ii) assunto l'impegno a mantenere l'entità di tale partecipazione immutata sino alla Data di Inizio delle Negoziazioni. Inoltre, in data 22 maggio 2017 CDP Equity ha dichiarato di non detenere azioni nel capitale sociale di BF Holding e ha confermato che la conversione automatica delle Obbligazioni CDP Equity in n. 20.833.333 azioni BF Holding avrà luogo solo alla Data di Inizio delle Negoziazioni.

In caso di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS e di perfezionamento dell'OPAS, l'Offerente non intende ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi e troveranno applicazione le previsioni di cui agli artt. 108 e 111 del TUF. Il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF. Il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro.

Diversamente, in caso di mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'Offerta ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding:

- (i) l'Offerta non si perfezionerà e le Azioni BF apportate all'OPAS saranno svincolate entro il primo Giorno di Borsa Aperta successivo alla data in cui sarà comunicato il mancato perfezionamento dell'OPAS e ritorneranno nella disponibilità degli Aderenti, senza addebito di oneri o spese a loro carico;
- (ii) l'Offerente confermerà al mercato la propria intenzione di dare attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione, perfezionando – nell'arco dei tempi tecnici necessari e comunque non oltre la data di scadenza del POC – la Fusione, con applicazione di un concambio funzionale ai *fair value* dell'Offerente e di Bonifiche Ferraresi, determinato con criteri omogenei ad entrambe le società. Avvenuta la Fusione, si procederà quindi allo scorporo delle attività agricole svolte da Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima mantenendo l'attuale quotazione sul MTA delle azioni di Bonifiche Ferraresi stessa.

Si ricorda che in relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei

competenti organi sociali dell'Offerente e/o di Bonifiche Ferraresi.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione F del Documento di Offerta.

## **A.2 Parti correlate**

L'Offerente e l'amministratore delegato dell'Offerente Dottor Federico Vecchioni sono parti correlate dell'Emittente in quanto, alla Data del Documento di Offerta (i) l'Offerente detiene direttamente n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi pari al 78,346% del capitale sociale dell'Emittente, e rientra quindi nella definizione di "parte correlata" di cui al punto 1, lettera (a), numero (i), dell'Allegato 1 del Regolamento Parti Correlate, e (ii) Federico Vecchioni è dirigente con responsabilità strategiche dell'Offerente, e rientra quindi nella definizione di "parte correlata" di cui al punto 1, lettera (d), dell'Allegato 1 del Regolamento Parti Correlate. Si segnala che gli amministratori dell'Offerente Prof.ssa Rossella Locatelli, Dott. Federico Vecchioni, Dott. Giovanni Canetta Roeder, Dott.ssa Nathalie Francesca Maria Dompé e Dott.ssa Valeria Petterlini ricoprono la carica di amministratori anche dell'Emittente.

## **A.3 Sintesi dei programmi futuri dell'Offerente**

### **A.3.1 Il Progetto Industriale**

La Quotazione delle Azioni BF Holding e l'OPAS si inseriscono nel contesto dell'Operazione finalizzata a dare attuazione alla Riorganizzazione e al Piano Industriale 2017-2019 che a sua volta si colloca nell'ambito del più ampio Progetto Industriale, approvato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente il 13 febbraio 2017.

Il consiglio di amministrazione di Bonifiche Ferraresi, nella riunione tenutasi in data 13 febbraio 2017, ha visionato le linee guida del Progetto Industriale allegate all'Accordo di Investimento e, previo parere positivo del Comitato Controllo e Rischi BF, riunitosi in pari data, ha valutato positivamente la valenza industriale del Progetto Industriale predisposto da BFH, nei termini rappresentati dalle predette linee guida, ritenendo che esso risponda pienamente ai propri interessi sociali e costituisca una importante opportunità di sviluppo e crescita per la società.

In data 10 Aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione di BF Holding ha approvato il Piano Industriale 2017-2019, che si inserisce nel contesto del più ampio Progetto Industriale, contenente le linee guida strategiche e gli obiettivi di breve/medio periodo che il Gruppo intende intraprendere nonché le previsioni economiche, finanziarie e patrimoniali elaborate dall'Offerente in relazione agli esercizi 2017-2019.

Il Progetto Industriale è finalizzato alla riorganizzazione delle attività e della struttura del Gruppo con l'obiettivo di concentrare le attività prettamente agricole in una società non quotata (l'attuale Bonifiche Ferraresi) e consentire lo svolgimento di attività complementari da parte di BF Holding, a valle della Quotazione delle Azioni BF Holding.

Per le informazioni relative al Progetto Industriale si rinvia al Paragrafo 6.1.1, Capitolo VI, Sezione Prima, pagine 121 e seguenti, del Prospetto Informativo, che si intende qui interamente incorporato mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Per le informazioni relative al Piano Industriale 2017-2019, si rinvia al Capitolo XIII, Sezione Prima, pagine 170 e seguenti, del Prospetto Informativo, che si intende qui interamente incorporato mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Con riferimento ai fattori di rischio connessi al Piano Industriale 2017-2019, si rinvia al Paragrafo 4.1.1, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 77 e seguenti, e al Paragrafo 4.1.4, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 85 e seguenti, inclusi mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Ad esito e per effetto dell'attuazione del Progetto Industriale è previsto che vengano ampliate le attività attualmente svolte dal Gruppo tramite:

- (i) estensione delle attività ad ambiti integrati e complementari a quello agricolo e più precisamente:
  - a. attività di ricerca e sviluppo in ambito agro-industriale, biotecnologico e bio-energetico che consenta di diffondere le *best practice* di settore tramite attività di formazione e consulenza;
  - b. attività di trasformazione e commercializzazione di merce, anche di provenienza esterna al Gruppo, ma esclusivamente italiana;
- (ii) verticalizzazione delle filiere ovvero integrazione a monte e a valle, da realizzarsi attraverso *partnership* con operatori del settore che consentano il consolidamento di un presidio sulla filiera alimentare italiana;
- (iii) ampliamento del comparto produttivo finalizzato a diversificare le categorie merceologiche trattate;
- (iv) valorizzazione del patrimonio immobiliare mediante recupero architettonico e paesaggistico degli immobili presenti sui terreni di proprietà.

### **A.3.2 Cessione di Ramo d'Azienda**

Nell'ambito della Riorganizzazione e in conformità a quanto previsto ai sensi dell'Accordo di Investimento, BFH e Bonifiche Ferraresi si sono impegnate a fare tutto quanto necessario ed opportuno per far sì che, entro la Data di Inizio delle Negoziazioni, sia trasferita da Bonifiche Ferraresi a BFH la Struttura Amministrativa e Gestionale di BF composta da 11 dipendenti (di cui 2 dirigenti, 2 quadri e 7 impiegati), i contratti e gli altri beni materiali e immateriali connessi alla medesima funzione amministrativa e gestionale quali, a titolo indicativo e non esaustivo, le macchine elettroniche, i mobili e gli arredi d'ufficio, le licenze di utilizzo dei *software* applicativi di natura contabile e gestionale e le autovetture aziendali assegnate come *fringe benefits* ai dipendenti di tale funzione amministrativa e gestionale.

Il prezzo per il trasferimento di tale Struttura Amministrativa e Gestionale è stato provvisoriamente stabilito da BFH e da Bonifiche Ferraresi nell'Accordo di Investimento in Euro 40.000,00 (il **Prezzo Provvisorio**), determinato tenendo conto del valore delle attività e delle passività incluse nel ramo d'azienda da trasferire alla data del 31 dicembre 2016. Il prezzo definitivo per il trasferimento della Struttura Amministrativa e Gestionale BF verrà determinato sulla base di un'apposita situazione patrimoniale del ramo di azienda in oggetto, redatta con riferimento alla data di perfezionamento dell'atto di Cessione di Ramo d'Azienda (il **Prezzo Definitivo**). Le modalità di pagamento del Prezzo Provvisorio da BF Holding a BF e l'eventuale rettifica dello stesso sulla base del Prezzo Definitivo saranno regolati dall'atto notarile di Cessione di Ramo d'Azienda. Tale atto sarà perfezionato entro la fine del Periodo di Adesione ed acquisterà efficacia a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni.

Alla Data del Documento di Offerta non è stato stabilito un limite massimo con riferimento all'ammontare del Prezzo Definitivo che, come precisato, sarà determinato in accordo tra le parti sulla base di un inventario appositamente redatto che includa i valori correnti delle attività e passività da trasferire alla data dell'atto di Cessione di Ramo d'Azienda.

Con riferimento ai fattori di rischio connessi alla Cessione di Ramo d'Azienda, si rinvia al Paragrafo 4.1.10, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 91 e seguenti, incluso mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

### **A.3.3 Progetto Alternativo di Riorganizzazione**

L'OPAS è subordinata alla condizione, non rinunciabile da parte dell'Offerente, che all'esito della medesima BF Holding venga a detenere Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative di una percentuale superiore al 90% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi, al fine di dare attuazione al processo di revoca dalla quotazione delle Azioni di Bonifiche Ferraresi. In caso di mancato raggiungimento della Soglia Minima OPAS ovvero, di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS, BF Holding darà attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione che contemplerà (A) l'esecuzione – nell'arco dei tempi tecnici necessari allo scopo e comunque non oltre la Data di Scadenza del POC – della Fusione, sulla scorta di un concambio che sarà determinato in funzione dei *fair value* di BF Holding e di Bonifiche Ferraresi, (B) il successivo scorporo delle attività agricole svolte ad oggi da Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima, e (C) l'ampliamento dell'attuale ambito di operatività di Bonifiche Ferraresi, le cui azioni resteranno quotate sul MTA.

Si ricorda che in relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente.

### **A.4 Dichiarazione dell'Offerente in merito all'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e all'eventuale ripristino del flottante**

Nel caso in cui, ad esito dell'Offerta, l'Offerente venisse a detenere, per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione, una partecipazione complessiva superiore al 90%, ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente dichiara sin d'ora la propria intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

In tale circostanza l'Offerente adempirà all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e, dunque, all'obbligo di acquistare le restanti Azioni BF dagli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF.

Il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 4 e 5, del TUF. Il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro.

L'Offerente comunicherà l'eventuale sussistenza dei presupposti per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, nel Comunicato sui Risultati Definitivi dell'Offerta. In caso positivo, in tale sede verranno fornite indicazioni circa: (i) il quantitativo delle Azioni BF residue (in termini assoluti e percentuali); (ii) le modalità e i termini con cui l'Offerente adempirà all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF; e (iii) e le indicazioni sulla tempistica di revoca delle Azioni BF dalla quotazione.

Si segnala, inoltre, che, a norma dell'art. 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, laddove si realizzino le condizioni di cui all'art. 108, comma 2, del TUF, le Azioni BF saranno revocate dalla quotazione a decorrere dal Giorno di Borsa Aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, salvo quanto indicato nella successiva Avvertenza A.5. In tal caso, i titolari delle Azioni BF che decidano di non aderire all'Offerta e che non richiedano all'Offerente di acquistare le loro Azioni BF in virtù dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, saranno titolari di strumenti finanziari non negoziati in alcun mercato regolamentato, con conseguente difficoltà di liquidare il proprio investimento.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione G, Paragrafo G.4 del Documento di Offerta.

#### **A.5 Dichiarazione dell'Offerente in merito all'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e all'esercizio del Diritto di Acquisto**

Nel caso in cui, ad esito dell'Offerta, l'Offerente venisse a detenere, per effetto delle adesioni all'Offerta, di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione e/o a seguito dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente dichiara sin d'ora la propria volontà di avvalersi del Diritto di Acquisto e, dunque, del diritto di acquistare le rimanenti Azioni BF in circolazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 111, comma 1, del TUF.

L'Offerente, esercitando il Diritto di Acquisto, adempirà all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF nei confronti degli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta, dando pertanto corso ad un'unica procedura.

Il Diritto di Acquisto sarà esercitato non appena possibile dopo la conclusione dell'Offerta o dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF.

Il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF, come richiamati dall'art. 111, comma 2, del TUF. Il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro.

L'Offerente renderà noto se si siano verificati o meno i presupposti di legge per l'esercizio del Diritto di Acquisto nel Comunicato sui Risultati Definitivi dell'Offerta, ovvero nel comunicato relativo ai risultati della procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF. In caso positivo, in tale sede verranno fornite indicazioni circa: (i) il quantitativo delle Azioni BF residue (in termini assoluti e percentuali); (ii) le modalità e i termini con cui l'Offerente eserciterà il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF; e (iii) le indicazioni sulla tempistica di revoca delle Azioni BF dalla quotazione.

Ai sensi dell'art. 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, nel caso di esercizio del Diritto di Acquisto, Borsa Italiana disporrà la revoca delle Azioni BF dalla quotazione nel MTA, tenendo conto dei tempi previsti per l'esercizio del Diritto di Acquisto.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione G, Paragrafo G.4 del Documento di Offerta.

#### **A.6 Potenziale conflitto di interessi tra i soggetti coinvolti nell'Offerta (i.e. Offerente, Intermediari Incaricati del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, consulenti, soggetti finanziatori)**

Con riferimento ai rapporti tra i soggetti coinvolti nell'Offerta si segnala che non sussistono potenziali conflitti di interesse tra i soggetti (ossia Offerente, Intermediari Incaricati del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, consulenti) coinvolti nell'operazione fatta unicamente eccezione per quanto segue.

Federico Vecchioni, in quanto (i) amministratore delegato dell'Offerente, (ii) amministratore delegato di Bonifiche Ferraresi, (iii) socio di BF in quanto titolare di n. 70.323 Azioni di Bonifiche Ferraresi, rappresentanti lo 0,893% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi, anch'esse oggetto di Offerta e (iv) amministratore delegato di Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a. (socio dell'Offerente), è in una situazione di potenziale conflitto di interessi.

Al riguardo, si segnala che Federico Vecchioni, in occasione delle riunioni:

- (i) del Consiglio di Amministrazione del 13 febbraio 2017 che ha approvato il Progetto di Industriale e l'Operazione ivi contemplata;
- (ii) del consiglio di amministrazione dell'Emittente del 13 febbraio 2017 che ha visionato le linee guida del Progetto Industriale allegate all'Accordo di Investimento e, previo parere positivo del Comitato Controllo e Rischi BF, riunitosi in pari data, ha valutato positivamente la valenza industriale del Progetto Industriale predisposto da BFH, nei termini rappresentati dalle predette linee guida; e
- (iii) del Consiglio di Amministrazione del 10 aprile 2017, con riferimento all'adozione della delibera avente ad oggetto la proposta di determinazione del Corrispettivo Alternativo,

previa dichiarazione di essere portatore di un interesse ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile, si è astenuto dalla votazione delle suddette delibere.



Si segnala che Equita ricopre il ruolo di Sponsor nell'ambito dell'ammissione a quotazione sul MTA delle azioni ordinarie BF Holding. Inoltre, Equita ricopre il ruolo di Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni. In particolare, Equita sarà impegnata nell'organizzazione e nel coordinamento delle attività di raccolta delle adesioni all'OPAS che gli Intermediari Incaricati riceveranno da parte degli Intermediari Depositari e/o degli Aderenti. Equita si trova, pertanto, in una situazione di potenziale conflitto di interessi in quanto percepirà commissioni quale corrispettivo per i servizi forniti in relazione ai ruoli assunti nell'ambito dell'ammissione a quotazione delle azioni ordinarie BF Holding sul MTA e dell'OPAS.

Equita ha prestato e potrebbe prestare in futuro servizi di *advisory* e/o di *investment banking* in via continuativa a favore dell'Offerente e/o di Bonifiche Ferraresi.

#### **A.7 Indicazioni in ordine alle possibili alternative all'adesione immediata all'Offerta per i titolari delle Azioni BF**

Per fini di maggiore chiarezza, si illustrano di seguito i possibili scenari per gli attuali azionisti dell'Emittente relativamente all'ipotesi in cui l'Offerta:

- (i) si perfezioni, per effetto dell'avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS, distinguendo il caso di adesione all'Offerta dal caso di mancata adesione alla stessa;
- (ii) non si perfezioni per effetto del mancato avveramento della Condizione di Efficacia ovvero, in caso di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS, per effetto della mancata Quotazione delle Azioni BF Holding.

Si segnala che, in pendenza dell'Offerta, gli azionisti dell'Emittente che non avranno portato le loro Azioni BF in adesione all'Offerta potranno, se del caso, cedere quest'ultime sul mercato.

Si segnala altresì che, ai sensi dell'art. 40-*bis*, comma 3, lett. b) del Regolamento Emittenti, nell'ambito della Offerta non è prevista la riapertura dei termini del Periodo di Adesione in quanto l'avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS presuppone il raggiungimento delle partecipazioni di cui all'art. 108, commi 1 e 2 del TUF e, in quest'ultimo caso, l'Offerente non intende ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

##### **A.7.1 Scenari in caso di perfezionamento dell'Offerta**

Fermo quanto riportato negli scenari di cui ai Paragrafi (a) e (b) che seguono, si segnala che in caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS e di Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di perfezionamento dell'Offerta, l'Offerente procederà al De-Listing di Bonifiche Ferraresi.

##### Scenario per gli azionisti dell'Emittente che hanno aderito all'Offerta

In caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS e di Quotazione delle Azioni BF Holding e, quindi, di perfezionamento dell'Offerta, gli Aderenti che avranno portato le proprie Azioni BF all'Offerta riceveranno il Corrispettivo Originario ovvero, in alternativa, in caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo, il Corrispettivo Alternativo.

Pertanto, in caso di perfezionamento dell'OPAS, l'Offerente riconoscerà a ciascun Aderente all'Offerta:

- (i) il Corrispettivo Originario, per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione, costituito da:
  - a. una componente rappresentata da n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione; e
  - b. una componente in denaro, pari ad Euro 1,05,

ovvero, in alternativa, in caso di esercizio da parte dell'Aderente dell'Opzione Corrispettivo Alternativo

- (ii) il Corrispettivo Alternativo per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione, costituito da:
  - a. una componente rappresentata da n. 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione; e
  - b. una componente in denaro, pari ad Euro 2,25.

##### Scenario per gli azionisti dell'Emittente che non hanno aderito all'Offerta

In caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS e di Quotazione delle Azioni BF Holding e, quindi, di perfezionamento dell'Offerta, gli scenari per gli azionisti dell'Emittente che non avranno aderito all'Offerta possono essere sintetizzati come segue:

**(a) Raggiungimento da parte dell'Offerente di una partecipazione almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, per l'effetto sia delle adesioni all'Offerta sia dell'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF**

In tale ipotesi l'Offerente darà corso alla Procedura Congiunta. In tal caso, gli azionisti che non abbiano aderito all'Offerta saranno obbligati a trasferire la titolarità delle Azioni BF da essi detenute in capo all'Offerente e, per l'effetto, riceveranno per ogni Azione BF da essi detenuta un corrispettivo determinato ai sensi dell'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF e dunque pari al Corrispettivo OPAS ma il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro.

Ai sensi dell'art. 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, nel caso di esercizio del Diritto di Acquisto, Borsa Italiana disporrà la revoca delle Azioni BF dalla quotazione sul MTA tenendo conto dei tempi previsti per l'esercizio del Diritto di Acquisto.

**(b) Raggiungimento da parte dell'Offerente di una partecipazione superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente per effetto delle adesioni all'Offerta**

In tale ipotesi l'Offerente, non volendo ripristinare entro 90 giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni, sarà soggetto all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF.

In tal caso, dunque, gli azionisti dell'Emittente che non abbiano aderito all'Offerta avranno diritto di chiedere all'Offerente di acquistare le loro Azioni BF ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF al corrispettivo determinato ai sensi dell'art. 108, commi 4 e 5, del TUF, vale a dire ad un prezzo pari, alternativamente, al Corrispettivo Originario ovvero, in caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo, al Corrispettivo Alternativo, ma il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro. Ove gli azionisti non aderenti all'Offerta non avessero inteso avvalersi del diritto di richiedere all'Offerente di procedere all'acquisto delle loro Azioni BF, in seguito alla revoca della quotazione disposta da parte di Borsa Italiana a norma dell'art. 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, e salvo quanto previsto alla precedente Avvertenza A.5, si ritroveranno, quindi, titolari di strumenti finanziari non negoziati in alcun mercato regolamentato, con conseguente difficoltà a liquidare il proprio investimento.

**(c) Raggiungimento di una partecipazione pari o inferiore al 90% del capitale ordinario dell'Emittente ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding**

L'efficacia dell'OPAS è condizionata al raggiungimento da parte dell'Offerente di una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi. La Condizione di Efficacia dell'OPAS è irrevocabilmente dichiarata dall'Offerente come non rinunciabile.

L'Offerente comunicherà l'avveramento o il mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS e l'eventuale tempistica di restituzione delle Azioni BF entro la sera dell'ultimo giorno del Periodo di Adesione e, comunque, entro le ore 7:59 del primo Giorno di Borsa Aperta successivo al termine del Periodo di Adesione.

Si ricorda che, ove si sia avverata la Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'Offerta potrà essere perfezionata solamente nel caso in cui abbia luogo anche la Quotazione delle Azioni BF Holding, contestualmente alla Data di Pagamento del Corrispettivo. Borsa Italiana, con provvedimento n. 8351 del 25 maggio 2017, ha disposto l'ammissione alla quotazione sul MTA di tali azioni. L'inizio delle negoziazioni delle azioni di BF Holding sul Mercato Telematico Azionario è subordinata alla verifica della sufficiente diffusione degli strumenti finanziari, a seguito del raggiungimento della Soglia Minima OPAS, e sarà stabilito da Borsa Italiana con successivo avviso ai sensi dell'art. 2.4.2, comma 4, del Regolamento di Borsa. La Data di Inizio delle Negoziazioni coinciderà con la Data di Pagamento del Corrispettivo.

L'Offerente comunicherà senza indugio l'avvenuta pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, dando in tale sede altresì conferma della circostanza che, alla Data di Pagamento del Corrispettivo, avrà luogo la Quotazione delle Azioni BF Holding e si perfezionerà pertanto l'OPAS. In alternativa, in caso di mancata pubblicazione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, l'Offerente comunicherà senza indugio tale circostanza, dando quindi atto del mancato perfezionamento dell'Offerta a causa della mancanza del requisito di Quotazione delle Azioni BF Holding e fornendo indicazioni in merito alla tempistica di restituzione delle Azioni BF. Con riferimento a quanto precede, si precisa peraltro che al fine di assicurare che, laddove si avveri la Condizione di Efficacia dell'OPAS, in presenza di una sufficiente diffusione sul mercato, Borsa Italiana disponga l'inizio delle negoziazioni, nel corso del periodo intercorrente tra il 19 maggio 2017 ed il 22 maggio 2017 ciascuno dei Soci BFH ha rilasciato una dichiarazione scritta a termini della quale ha (i) confermato che la propria partecipazione in BF Holding è rimasta invariata a decorrere dalla data in cui ha avuto esecuzione l'Aumento di Capitale Soci BFH e (ii) assunto l'impegno a mantenere l'entità di tale partecipazione immutata sino alla Data di Inizio delle Negoziazioni. Inoltre, in data 22 maggio 2017 CDP Equity ha dichiarato di non detenere azioni nel capitale sociale di BF Holding e ha confermato che la conversione automatica delle Obbligazioni CDP Equity in n. 20.833.333 azioni BF Holding avrà luogo solo alla Data di Inizio delle Negoziazioni.

In caso di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS e di perfezionamento dell'OPAS, l'Offerente non intende ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi e troveranno applicazione le previsioni di cui agli artt. 108 e 111 del TUF. Il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF. Il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro.

Diversamente, in caso di mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'Offerta ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding:

- (i) l'Offerta non si perfezionerà e le Azioni BF apportate all'OPAS saranno svincolate entro il primo Giorno di Borsa Aperta successivo alla data in cui sarà comunicato il mancato perfezionamento dell'OPAS e ritorneranno nella disponibilità degli Aderenti, senza addebito di oneri o spese a loro carico;
- (ii) l'Offerente confermerà al mercato la propria intenzione di dare attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione, perfezionando – nell'arco dei tempi tecnici necessari e comunque non oltre la data di scadenza del POC – la Fusione, con applicazione di un concambio funzionale ai *fair value* dell'Offerente e di Bonifiche Ferraresi, determinato con criteri omogenei ad entrambe le società. Avvenuta la Fusione, si procederà quindi allo scorporo delle attività agricole svolte da Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima mantenendo l'attuale quotazione sul MTA delle azioni di Bonifiche Ferraresi stessa.

Si ricorda che in relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o di Bonifiche Ferraresi.

Per ulteriori informazioni si rinvia alla Sezione F del Documento di Offerta.

## **A.8 Parti correlate**

## **A.9 Applicabilità delle esenzioni di cui all'art. 101-bis, comma 3, del TUF**

In considerazione del fatto che BF Holding dispone della maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria di BF, trova applicazione l'esenzione prevista dall'art. 101-bis, comma 3, del TUF e, pertanto, non sono applicabili all'Offerta gli artt. 102, comma 2, 103, comma 3-bis, del TUF e ogni altra disposizione del TUF che pone a carico dell'Offerente o dell'Emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti e dei loro rappresentanti.

## **A.10 Comunicato dell'Emittente**

Il comunicato che il consiglio di amministrazione dell'Emittente è tenuto a diffondere ai sensi del combinato disposto dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti (il **Comunicato dell'Emittente**) contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'Offerta e la propria valutazione dell'Offerta è allegato al Documento di Offerta quale Appendice 2, corredato del parere degli amministratori indipendenti redatto ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti nonché delle *fairness opinion* rilasciate agli amministratori indipendenti ed al consiglio di amministrazione dell'Emittente rispettivamente da Colombo&Associati e da Banca IMI S.p.A..

## **B. SOGGETTI PARTECIPANTI ALL'OPERAZIONE**

### **B.1 Informazioni relative all'Offerente**

#### **B.1.1 Denominazione, forma giuridica e sede sociale**

La denominazione sociale dell'Offerente è "B.F. Holding S.p.A." A tale riguardo si segnala che in data 22 marzo 2017 l'assemblea straordinaria degli azionisti dell'Offerente ha deliberato l'adozione dello Statuto Post Quotazione che prevede, tra l'altro, che la nuova denominazione sociale dell'Offerente sia "B.F. S.p.A."

L'Offerente è una società per azioni di diritto italiano, costituita in Italia ed operante in base alla legislazione italiana.

L'Offerente ha sede legale a Milano, Via Daniele Manin n. 23. A tale riguardo si segnala che in data 22 marzo 2017 l'assemblea straordinaria ha deliberato l'adozione dello Statuto Post Quotazione che prevede, tra l'altro, che la nuova sede sociale dell'Offerente sia in Jolanda di Savoia (FE).

Con riferimento ai fattori di rischio connessi alla natura di *holding* dell'Offerente, si rinvia al Paragrafo 4.1.6, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagina 89, incluso mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

#### **B.1.2 Costituzione e durata**

L'Offerente è stato costituito in data 30 maggio 2014 da Fondazione Cariplo, Aurelia S.r.l., Autosped G S.p.A., PER S.p.A., Sergio Dompé S.r.l., Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Agritrans S.r.l., Inalca S.p.A., Signora Ornella Maria Randi Federspiel, in forma di società per azioni con la denominazione di B.F. Holding S.p.A., capitale sociale di Euro 135.000,00, con atto a rogito del Notaio dott. Carlo Marchetti, repertorio n. 10.920, raccolta n. 5.616.

L'Offerente è stato originariamente costituito come veicolo societario privo di struttura organizzativa, al mero scopo di perfezionare l'acquisizione di Bonifiche Ferraresi e destinato ad essere sciolto in tempi brevi. BFH ha perfezionato tale operazione con l'obiettivo di trasformare Bonifiche Ferraresi in un polo agricolo europeo di eccellenza per dimensione, capacità produttiva e qualità dell'offerta, mantenendola quotata sul MTA. In particolare l'Offerente ha acquistato in data 11 giugno 2014 da Banca d'Italia n. 3.396.100 azioni di Bonifiche Ferraresi, pari a circa il 60,38% del relativo capitale sociale. L'offerta pubblica di acquisto obbligatoria promossa dall'Offerente sulle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi si è conclusa nel corso del mese di agosto 2014 e, ad esito dell'offerta, l'Offerente è giunto a detenere complessivamente una partecipazione pari al 79,2394133% del capitale sociale dell'Emittente.

Ai sensi dell'art. 4 dello Statuto Attuale, la Società ha per oggetto:

*"la conduzione e la gestione di attività agricole, la bonifica di terreni acquisiti in proprietà e in affitto, l'acquisto e la vendita di terreni e immobili in genere, nonché, anche attraverso la partecipazione a società costituite o costituende, ogni intrapresa direttamente o indirettamente connessa al settore agricolo come:*

- a) impianto ed esercizio di industrie di lavorazione, trasformazione e smercio di prodotti agricoli;*
- b) realizzazione di infrastrutture al servizio dei terreni posseduti (opere idriche, strade poderali, etc.);*
- c) partecipazione ad imprese, società, cooperative ed associazioni tra produttori per lo smercio dei prodotti o per la produzione di materie utili all'agricoltura;*
- d) acquisto e vendita di immobili urbani ed aree fabbricabili e realizzazione di costruzioni necessarie o utili alle finalità sociali;*
- e) tutte le altre operazioni commerciali, industriali, finanziarie (esclusa la raccolta del risparmio nei confronti del pubblico), mobiliari ed immobiliari, ritenute dall'organo amministrativo necessarie o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale."*

*Sono espressamente escluse dall'oggetto sociale le attività riservate a soggetti iscritti in albi professionali, le attività di cui all'art. 106 del decreto legislativo n. 385/1993 nei confronti del pubblico, nonché quelle comunque riservate per legge e non consentite in base alle norme applicabili".*

Ai sensi dell'art. 6 dello Statuto Post Quotazione, la Società avrà per oggetto sociale:

*"la conduzione e la gestione di attività agricole, la bonifica di terreni acquisiti in proprietà e in affitto, l'acquisto e la vendita di terreni e immobili in genere, nonché, anche attraverso la partecipazione a società costituite o costituende, ogni attività direttamente o indirettamente connessa al settore agricolo come:*

- a) *impianto ed esercizio di industrie di lavorazione, trasformazione e smercio di prodotti agricoli;*
- b) *realizzazione di infrastrutture al servizio dei terreni posseduti (opere idriche, strade poderali, etc.);*
- c) *partecipazione ad imprese, società, cooperative ed associazioni tra produttori per lo smercio dei prodotti o per la produzione di materie utili all'agricoltura;*
- d) *acquisto e vendita di immobili urbani ed aree fabbricabili e più in generale attività di sviluppo e gestione di progetti immobiliari;*
- e) *attività di consulenza tecnica, amministrativa e finanziaria nonché tutte le attività di fornitura di beni e servizi che siano destinati ad operatori del settore agricolo;*
- f) *tutte le altre operazioni commerciali, industriali, finanziarie (esclusa la raccolta del risparmio nei confronti del pubblico), mobiliari ed immobiliari, ritenute dall'organo amministrativo necessarie o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale.*

*Sono espressamente escluse dall'oggetto sociale le attività riservate a soggetti iscritti in albi professionali, le attività di cui all'Articolo 106 del Decreto Legislativo del 1 settembre 1993, n. 385 nei confronti del pubblico, nonché quelle comunque riservate per legge e non consentite in base alle norme applicabili."*

Ai sensi dell'art. 5 dello Statuto Attuale la durata dell'Offerente è fissata sino al 30 giugno 2018.

### **B.1.3 Legislazione di riferimento e foro competente**

BF Holding è una società per azioni di diritto italiano, costituita in Italia ed operante in base alla legislazione italiana.

Il foro generale competente in caso di controversie è quello della sede legale dell'Offerente.

### **B.1.4 Capitale sociale**

#### **B.1.4.1 Capitale sociale sottoscritto e versato**

Alla Data Documento di Offerta, anche in ragione della sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale Soci BFH, il capitale sociale sottoscritto e liberato dell'Offerente è pari ad Euro 69.307.727,00, rappresentato da n. 69.307.727 azioni, prive del valore nominale.

Si ricorda che l'assemblea straordinaria degli azionisti dell'Offerente del 22 marzo 2017 ha deliberato l'Aumento di Capitale CDP Equity e l'Aumento di Capitale OPAS.

Si segnala che l'Offerente ha presentato a Borsa Italiana domanda di ammissione alla quotazione delle proprie azioni sul MTA in data 13 aprile 2017. Borsa Italiana, con provvedimento n. 8351 del 25 maggio 2017, ha disposto l'ammissione alla quotazione sul MTA di tali azioni. L'inizio delle negoziazioni delle azioni di BF Holding sul Mercato Telematico Azionario è subordinata alla verifica della sufficiente diffusione degli strumenti finanziari, a seguito del raggiungimento della Soglia Minima OPAS, e sarà stabilito da Borsa Italiana con successivo avviso ai sensi dell'art. 2.4.2, comma 4, del Regolamento di Borsa. La Data di Inizio delle Negoziazioni coinciderà con la Data di Pagamento del Corrispettivo.

#### **B.1.4.2 Operazioni sul capitale**

##### *Aumento di Capitale Soci BFH, POC e Aumento di Capitale CDP Equity*

CDP Equity, in qualità di investitore istituzionale, ha manifestato il proprio interesse a investire nel Progetto Industriale apportando alla Società nuove risorse finanziarie per dare esecuzione a detto progetto. Tali risorse sono state messe a disposizione dell'Offerente mediante sottoscrizione e liberazione del POC, avvenute in data 22 marzo 2017. Come detto, le Obbligazioni CDP Equity, in caso di buon esito dell'OPAS, sono destinate ad essere convertite automaticamente in azioni BF Holding alla Data di Inizio delle Negoziazioni. Per ulteriori informazioni in merito alle altre ipotesi - ed alle relative tempistiche - di conversione/rimborso delle Obbligazioni CDP Equity si rinvia a quanto descritto di seguito nel presente Paragrafo B.1.4.2, al punto denominato "POC".

Ulteriori risorse finanziarie al servizio della realizzazione del Progetto Industriale e, più in generale, dell'Operazione, sono state apportate dai Soci BFH mediante la sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale Soci BFH, anch'esse avvenute in data 22 marzo 2017.

##### ***L'Aumento di Capitale Soci BFH***

L'Aumento di Capitale Soci BFH è un aumento di capitale, in via inscindibile e a pagamento, per un importo complessivo di Euro 10.000.000,00, con emissione di n. 4.166.656 nuove azioni ordinarie, prive del valore nominale, aventi godimento regolare, offerto in opzione ai Soci BFH, in proporzione al numero di azioni dagli stessi possedute, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2441, comma 1, del Codice Civile, ciascuna ad un prezzo

di sottoscrizione di Euro 2,40 (di cui Euro 1,40 a titolo di sovrapprezzo). L'Aumento di Capitale Soci BFH è stato deliberato dall'assemblea straordinaria della Società in data 22 marzo 2017 ed è stato interamente sottoscritto e liberato in pari data.

L'Aumento di Capitale Soci BFH è stato emesso ad un prezzo identico al prezzo implicito di conversione delle Obbligazioni CDP Equity.

Di seguito si riporta la composizione della compagine sociale dell'Offerente a seguito del perfezionamento dell'Aumento di Capitale Soci BFH.

Azionista	Numero di Azioni	% del capitale sociale
Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde	22.911.107	33,06%
RDNA S.r.l.	11.455.553	16,53%
Per S.p.A.	9.164.443	13,22%
Aurelia S.r.l.	6.873.332	9,92%
Cassa di Risparmio di Lucca	4.582.221	6,61%
Autosped G S.p.A.	2.291.110	3,31%
Inalca S.p.A.	2.291.110	3,31%
Agritrans S.r.l.	2.291.110	3,31%
Randi Federspiel Ornella	2.127.927	3,07%
Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a.	1.773.273	2,56%
Farchioni Olii - S.p.A.	886.636	1,28%
Ocrim - Società per l'industria meccanica S.p.A.	531.981	0,77%
Banca Popolare di Cortona S.c.p.a.	531.981	0,77%
Consorzio Agrario dell'Emilia – S.c.	531.981	0,77%
Consorzio Agrario del Tirreno S.c.	354.654	0,51%
Bios Line Holding S.r.l.	354.654	0,51%
S.i.s. Società Italiana Sementi - S.p.A.	177.327	0,26%
Consorzio Agrario del Nordest S.c.	177.327	0,26%
<b>TOTALE</b>	<b>69.307.727</b>	<b>100%</b>

Nessun soggetto esercita il controllo sull'Offerente ai sensi delle applicabili disposizioni normative.

## **Il POC e l'Aumento di Capitale CDP Equity**

### POC

In data 22 marzo 2017 l'assemblea straordinaria dell'Offerente ha deliberato l'emissione del POC riservato a CDP Equity.

il POC è stato integralmente sottoscritto e liberato in data 22 marzo 2017.

Ai sensi del Regolamento del POC, le Obbligazioni CDP Equity saranno:

- (i) automaticamente convertite alla Data di Inizio delle Negoziazioni in n. 20.833.333 azioni BF Holding quotate sul MTA, ad un prezzo di conversione unitario di Euro 2,40. In tale ipotesi, la partecipazione detenuta da CDP Equity nella Società, potrà oscillare tra il 19,435% (nell'ipotesi di adesione totalitaria all'OPAS con Corrispettivo Originario) ed il 21,074% (nell'ipotesi di adesione all'OPAS per il 90% + 1 Azione BF con Corrispettivo Alternativo e scelta – da parte di tutti gli azionisti di BF che non abbiano aderito all'OPAS – in esecuzione delle procedure di cui agli artt. 108 e/o 111 del TUF, del Corrispettivo Integrale in Denaro; ovvero
- (ii) nel caso di mancato perfezionamento dell'OPAS, automaticamente convertite in n. 20.833.333 Azioni BF Holding non quotate, antecedentemente alla data di esecuzione della Fusione, ad un prezzo di conversione unitario di Euro 2,40. In questo scenario, le Azioni BF Holding (non quotate) rinvenienti a CDP Equity dalla predetta conversione saranno - così come tutte le Azioni BF Holding di proprietà degli altri soci di BF Holding - concambiate in azioni Bonifiche Ferraresi, quotate, nell'ambito della Fusione; ovvero
- (iii) nel caso di mancato perfezionamento dell'OPAS e nel caso in cui non divenga efficace la Fusione, rimborsate alla Data di Scadenza del POC dall'Offerente. In questa ipotesi il rimborso potrà avvenire, alternativamente e a scelta dell'Offerente:
  - o in denaro, nel qual caso l'Offerente corrisponderà a CDP Equity il 100% dell'ammontare del POC, unitamente agli interessi maturati tra la data di emissione e la Data di Scadenza del POC; ovvero

- mediante trasferimento a CDP Equity di un numero di Azioni BF di valore complessivo – determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di mercato nei 6 mesi che precedono la Data di Scadenza del POC – pari al 100% dell'ammontare del POC e pagamento in denaro dell'importo degli interessi maturati tra la data di emissione e la Data di Scadenza del POC.

Il Regolamento del POC prevede inoltre alcuni impegni che l'Offerente dovrà rispettare sino all'integrale rimborso o sino alla conversione delle Obbligazioni CDP Equity, che comprendono il divieto di:

- a) utilizzare gli importi oggetto del POC per scopi diversi dal perfezionamento della Riorganizzazione;
- b) pagare qualsiasi dividendo o effettuare qualsiasi altra distribuzione o rimborso ai propri azionisti;
- c) assumere nuovo indebitamento finanziario;
- d) deliberare la costituzione di patrimoni destinati ai sensi degli articoli 2447-*bis* e seguenti del Codice Civile;
- e) costituire qualsivoglia vincolo di natura reale ivi inclusi ogni garanzia reale, ipoteca, privilegio o pegno.

In caso di violazione dei predetti impegni CDP Equity avrà facoltà di richiedere che il POC venga immediatamente rimborsato, unitamente agli interessi maturati. Tale facoltà, ai sensi del Regolamento del POC, potrà inoltre essere esercitata da CDP Equity:

- I. qualora fossero iniziati procedimenti nei confronti dell'Offerente ai sensi di qualsiasi legge inerente la liquidazione, l'insolvenza, il concordato o altre analoghe disposizioni o fosse richiesta la nomina di un curatore, gestore, amministratore giudiziario o altri simili funzionari, fatto salvo il caso in cui l'istanza di fallimento (o qualsiasi altra azione o procedura analoga) risultasse palesemente infondata e vessatoria;
- II. nel caso in cui, ove venisse data attuazione alla Fusione (e, quindi, al Progetto Alternativo di Riorganizzazione), l'assemblea straordinaria di Bonifiche Ferraresi non approvasse un testo di statuto della società risultante dalla Fusione conforme, *mutatis mutandis*, allo Statuto Post Quotazione.

Il Regolamento del POC non è assistito da alcuna garanzia e non contiene obblighi relativi al rispetto di parametri finanziari.

È inoltre previsto che la conversione automatica di cui ai paragrafi (i) e (ii) sopra riportati non operi nel caso in cui (x) l'Offerente perda il controllo di diritto di Bonifiche Ferraresi ai sensi dell'art. 2359, comma 1, del Codice Civile ovvero (y) Bonifiche Ferraresi deliberi aumenti di capitale, operazioni di fusione, scissione, trasformazione, di messa in liquidazione, ovvero l'ammissione a procedure concorsuali o l'adesione ad accordi stragiudiziali regolati dalla legge fallimentare, la cessione dell'azienda o di rami sostanziali della stessa, fuori dai casi previsti dall'Operazione e dal Progetto Alternativo di Riorganizzazione

Le Obbligazioni CDP Equity produrranno interessi al tasso fisso nominale annuo del 2% dalla data di emissione (inclusa) e sino alla Data di Scadenza del POC (esclusa).

In caso di mancato puntuale ed integrale pagamento da parte dell'Offerente degli importi dovuti a titolo di interessi, saranno dovuti gli interessi di mora ad un tasso pari al Tasso di Interesse per tutto il periodo del ritardo, maggiorato del 2% per anno.

#### Aumento di Capitale CDP Equity

L'Aumento di Capitale CDP Equity è un aumento di capitale in via inscindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 5, del Codice Civile per un importo complessivo di Euro 50.000.000,00 (di cui Euro 29.166.667,00 a titolo di sovrapprezzo), mediante emissione di un numero di azioni ordinarie pari a n. 20.833.333, prive di valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni già in circolazione alla data di emissione, al servizio della conversione del POC.

#### L'Aumento di Capitale OPAS

Sempre in data 22 marzo 2017, l'assemblea straordinaria ha approvato un aumento del capitale sociale dell'Offerente, in via scindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per un importo massimo complessivo di Euro 40.925.280 (di cui massimi Euro 23.873.080 a titolo di sovrapprezzo), mediante emissione di un numero massimo di Azioni BF Holding pari a 17.052.200, prive del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni già in circolazione alla data di emissione, riservato agli azionisti di Bonifiche Ferraresi aderenti all'OPAS, da liberarsi entro il 30 settembre 2017, in una o più volte e anche in più *tranche*, mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'OPAS.

Con il Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF in data 22 marzo 2017, l'Offerente ha comunicato al pubblico la decisione di promuovere l'OPAS a seguito, tra l'altro:

- a) dell'approvazione, in data 22 marzo 2017, da parte dell'assemblea straordinaria e ordinaria, ciascuna per quanto di rispettiva competenza, delle delibere che hanno costituito il presupposto dell'Operazione, ivi inclusa quella relativa all'Aumento di Capitale OPAS, e
- b) della sottoscrizione e integrale liberazione, sempre in data 22 marzo 2017, dell'Aumento di Capitale Soci BFH e dall'Aumento di Capitale CDP Equity.

Nel Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF è stato inoltre indicato il Corrispettivo Originario per ciascuna Azione BF che l'Offerente riconoscerà agli Aderenti all'OPAS.

Facendo seguito al Comunicato ai sensi dell'art. 102 TUF, l'Offerente, con il Comunicato Integrativo del 10 aprile 2017 ha reso noto al pubblico che in data 10 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione, previo parere favorevole del Collegio Sindacale, ha deliberato di prevedere che agli Aderenti sia data facoltà di esercitare l'Opzione Corrispettivo Alternativo.

Gli azionisti di Bonifiche Ferraresi potranno esercitare l'Opzione Corrispettivo Alternativo esclusivamente al momento dell'adesione all'OPAS e, in caso di esercizio, solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione.

Nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario. In linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

L'equivalenza del valore espresso dal Corrispettivo Originario e dal Corrispettivo Alternativo, così come la conformità del Corrispettivo Alternativo al disposto dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile, sono state confermate dall'esperto indipendente Prof. Mauro Bini con una relazione integrativa (in data 10 aprile 2017) alla relazione redatta il 3 marzo 2017.

In caso di raggiungimento della Soglia Minima OPAS e di perfezionamento dell'Offerta, l'Offerente non intende ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi e troveranno applicazione le previsioni di cui agli artt. 108 e 111 del TUF. Il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF. Il possessore delle Azioni BF potrà esigere che gli sia corrisposto il Corrispettivo Integrale in Denaro.

Diversamente, in caso di mancato raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS, l'Offerente confermerà al mercato la propria intenzione di dare attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione, perfezionando – nell'arco dei tempi tecnici necessari e comunque non oltre la Data di Scadenza del POC – la Fusione. Si ricorda che in relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente.

### B.1.5 Principali azionisti

La seguente tabella indica i soggetti che, alla Data del Documento di Offerta, secondo le risultanze del libro soci sono titolari di azioni ordinarie BF Holding con diritto di voto.

Azionista	Numero di Azioni	% del capitale sociale
Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde	22.911.107	33,06%
RDNA S.r.l.	11.455.553	16,53%
Per S.p.A.	9.164.443	13,22%
Aurelia S.r.l.	6.873.332	9,92%
Cassa di Risparmio di Lucca	4.582.221	6,61%
Autosped G S.p.A.	2.291.110	3,31%
Inalca S.p.A.	2.291.110	3,31%
Agritrans S.r.l.	2.291.110	3,31%
Randi Federspiel Ornella	2.127.927	3,07%
Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a.	1.773.273	2,56%
Farchioni Olii - S.p.A.	886.636	1,28%



Ocrim – Società per l'industria meccanica S.p.A.	531.981	0,77%
Banca Popolare di Cortona S.c.p.a.	531.981	0,77%
Consorzio Agrario dell'Emilia – S.c.	531.981	0,77%
Consorzio Agrario del Tirreno S.c.	354.654	0,51%
Bios Line Holding S.r.l.	354.654	0,51%
S.i.s. Società Italiana Sementi - S.p.A.	177.327	0,26%
Consorzio Agrario del Nordest S.c.	177.327	0,26%
<b>TOTALE</b>	<b>69.307.727</b>	<b>100%</b>

A partire dalla data di ammissione a quotazione delle azioni BF Holding, BF Holding sarà qualificabile quale PMI ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-quater.1), del TUF in quanto l'Offerente rientra nei parametri previsti dalla suddetta norma. Pertanto, a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni, la soglia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 TUF sarà pari al 5% del capitale sociale con diritto di voto (cfr. art. 120, comma 2, del TUF).

Alla data del Documento di Offerta, BFH non è soggetta a controllo ai sensi delle applicabili disposizioni normative.

Si evidenzia che, alla Data del Documento di Offerta non risultano in essere accordi di natura parasociale aventi ad oggetto azioni BF Holding, rilevanti ai sensi della normativa applicabile.

## B.1.6 Organi di amministrazione e controllo

### B.1.6.1 Consiglio di Amministrazione

La Società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione il cui funzionamento alla Data del Documento di Offerta è disciplinato dall'art. 15 dello Statuto Attuale e che, alla Data di Inizio delle Negoziazioni, sarà regolato dagli artt. 12 e seguenti dello Statuto Post Quotazione.

#### Composizione e funzionamento del Consiglio di Amministrazione

I membri del Consiglio di Amministrazione in carica alla Data del Documento di Offerta sono stati nominati dall'assemblea ordinaria in data 22 marzo 2017.

Il Consiglio di Amministrazione è composto da n. 11 Consiglieri (tutti in possesso dei requisiti di professionalità e onorabilità), di cui n. 4 consiglieri (pari a un terzo del totale, arrotondato per eccesso) appartenenti al genere meno rappresentato e n. 6 consiglieri dotati dei requisiti di indipendenza richiesti dal TUF e dal Codice di Autodisciplina e, quindi, qualificabili come amministratori indipendenti. Si precisa che le valutazioni in merito alla sussistenza dei requisiti di indipendenza in capo ai predetti Consiglieri sono state effettuate nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 3 aprile 2017, e che ulteriori approfondimenti al riguardo sono stati condotti nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione tenutasi in data 15 maggio 2017. All'esito di tali ulteriori approfondimenti, effettuati anche tenuto conto delle cariche ricoperte da alcuni amministratori negli organi di amministrazione o controllo di taluni soci dell'Offerente o di società appartenenti al medesimo gruppo di cui fanno parte tali soci, sono risultati indipendenti i Consiglieri Dott. Giovanni Canetta Roeder, Dott. Andrea Bignami, Dott. Sergio Lenzi, Dott.ssa Valeria Petterlini, Dott. Gianluca Lelli e Avv. Giulia Di Tommaso.

L'incarico agli attuali membri del Consiglio di Amministrazione è stato conferito per 2 esercizi, e precisamente fino alla data dell'assemblea ordinaria che sarà chiamata ad approvare il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2018, senza previsione di scadenze differenziate tra i diversi Consiglieri eletti.

L'assemblea ordinaria del 22 marzo 2017 ha altresì nominato Presidente l'amministratore Prof.ssa Rossella Locatelli.

Durante la riunione tenutasi sempre in data 22 marzo 2017, il Consiglio di Amministrazione ha nominato il Dott. Federico Vecchioni quale Amministratore Delegato della Società, attribuendo al medesimo i poteri per la gestione della Società.

Di seguito si indica la composizione del Consiglio di Amministrazione all'esito delle determinazioni assunte dall'assemblea ordinaria e dal Consiglio di Amministrazione del 22 marzo 2017.

Nome e cognome	Carica
Rossella Locatelli	Presidente
Federico Vecchioni	Amministratore Delegato
Andrea Bignami <sup>(*)</sup>	Amministratore
Giovanni Canetta Roeder <sup>(*)</sup>	Amministratore
Nathalie Francesca Maria Dompé	Amministratore
Sergio Lenzi <sup>(*)</sup>	Amministratore

Valeria Petterlini <sup>(*)</sup>	Amministratore
Luigi Scordamaglia	Amministratore
Guido Rivolta	Amministratore
Gianluca Lelli <sup>(*)</sup>	Amministratore
Giulia Di Tommaso <sup>(*)</sup>	Amministratore

<sup>(\*)</sup> Amministratore in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 148, comma 3, TUF e dell'articolo 3 del Codice di Autodisciplina.

Di seguito si indicano i membri del Consiglio di Amministrazione dell'Offerente che ricoprono cariche nell'Emittente:

Nome e cognome	Carica
Rossella Locatelli	Presidente
Federico Vecchioni	Amministratore Delegato
Giovanni Canetta Roeder	Amministratore
Nathalie Francesca Maria Dompé	Amministratore
Valeria Petterlini	Amministratore

Si segnala che Federico Vecchioni ricopre la carica di Amministratore Delegato sia dell'Offerente che dell'Emittente.

Tutti i componenti del Consiglio di Amministrazione sono domiciliati per la carica presso la sede legale della Società.

### B.1.7 Collegio Sindacale

Il funzionamento del Collegio Sindacale alla Data del Documento di Offerta è disciplinato dall'art. 22 dello Statuto Attuale e, successivamente alla Data di Inizio delle Negoziazioni, sarà regolato dall'art. 24 dello Statuto Post Quotazione.

Ai sensi dell'art. 22 dello Statuto Attuale e dell'art. 24 dello Statuto Post Quotazione, il Collegio Sindacale è composto da 5 membri, di cui 3 sindaci effettivi e 2 sindaci supplenti, nominati e funzionanti a norma di legge.

I membri del Collegio Sindacale Roberto Capone (Presidente), Giovanni Frattini e Maria Teresa Bianchi (Sindaci Effettivi) e Giuliano Sollima (Sindaco Supplente) in carica alla Data del Documento di Offerta sono stati nominati dall'assemblea ordinaria dei soci tenutasi in data 22 marzo 2017. Il Sindaco Supplente Barbara Castelli, in carica alla Data del Documento di Offerta, è stata nominata dall'assemblea ordinaria dei soci tenutasi in data 8 maggio 2017 a seguito delle dimissioni dalla carica di Dario Colombo. L'incarico di tutti i sindaci scadrà alla data dell'assemblea ordinaria che sarà chiamata ad approvare il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2019.

Alla Data del Documento di Offerta il Collegio Sindacale dell'Offerente è così composto.

Nome e cognome	Carica
Roberto Capone	Presidente
Giovanni Frattini	Sindaco Effettivo
Maria Teresa Bianchi	Sindaco Effettivo
Barbara Castelli	Sindaco Supplente
Giuliano Sollima	Sindaco Supplente

Nessuno dei membri del Collegio Sindacale dell'Offerente ricopre cariche nell'Emittente.

Si segnala che il Dottor Roberto Capone ricopre la carica di Presidente del Collegio Sindacale di CDP Equity.

Tutti i componenti del Collegio Sindacale sono domiciliati per la carica presso la sede legale della Società.

In data 15 maggio 2017 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato di attribuire al Collegio Sindacale le funzioni dell'organismo di vigilanza ai sensi del D. Lgs. 231/2001, con durata in carica allineata alla scadenza del Consiglio di Amministrazione, ossia fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2018, affinché il Collegio Sindacale possa vigilare sull'effettiva applicazione del Modello 231 e di garantirne gli aggiornamenti necessari.

### B.1.8 Comitati interni all'Offerente

Al fine di conformare il proprio modello di governo societario alle raccomandazioni contenute nell'art. 5, nell'art. 6, principio 6.P.3, e nell'art. 7, principio 7.P.3, lett. a *sub* (ii) del Codice di Autodisciplina, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, nella riunione del 3 aprile 2017 ha deliberato, tra l'altro, con effetto a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni:

- (i) l'istituzione, ai sensi degli artt. 5 e 6 del Codice di Autodisciplina, del Comitato per le Nomine e la Remunerazione BFH, approvando il relativo regolamento di funzionamento;
- (ii) l'istituzione, ai sensi dell'art. 7 del Codice di Autodisciplina, del Comitato Controllo e Rischi BFH, approvando il relativo regolamento di funzionamento; e
- (iii) l'istituzione, ai sensi ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010, del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BFH.

#### Comitato per le Nomine e la Remunerazione BFH

Il Comitato per le Nomine e la Remunerazione BFH è un organo consultivo e propositivo nell'individuazione della composizione ottimale del Consiglio, indicando le figure professionali la cui presenza possa favorirne un corretto ed efficace funzionamento, ed eventualmente contribuendo alla predisposizione del piano per la successione degli amministratori esecutivi, avente altresì il compito di formulare al Consiglio di Amministrazione proposte per la definizione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche.

In particolare, conformemente a quanto stabilito dal Codice di Autodisciplina, il Comitato per le Nomine e la Remunerazione BFH ha, tra le altre cose, il compito di:

- (i) formulare pareri al Consiglio di Amministrazione in merito alla dimensione e alla composizione dello stesso;
- (ii) esprimere raccomandazioni in merito (i) alle figure professionali la cui presenza all'interno del Consiglio di Amministrazione sia ritenuta opportuna; (ii) al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco in altre società quotate in mercati regolamentati (anche esteri), in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni, che possa essere considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di amministratore della Società, tenendo conto della partecipazione dei consiglieri ai comitati costituiti all'interno del Consiglio di Amministrazione;
- (iii) proporre al Consiglio di Amministrazione candidati alla carica di amministratore nei casi di cooptazione, ove occorra sostituire amministratori indipendenti;
- (iv) supportare il Consiglio di Amministrazione qualora quest'ultimo, compatibilmente con le disposizioni legislative vigenti, presenti una lista per il rinnovo del Consiglio di Amministrazione stesso;
- (v) valutare periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche, avvalendosi a tale ultimo riguardo delle informazioni fornite dall'amministratore delegato; formulare al Consiglio di Amministrazione proposte in materia;
- (vi) presentare proposte o esprimere pareri al Consiglio di Amministrazione sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di *performance* correlati alla componente variabile di tale remunerazione; monitorare l'applicazione delle decisioni adottate dal Consiglio di Amministrazione verificando, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance*.

Per la validità delle riunioni è necessaria la presenza della maggioranza dei componenti. Le determinazioni del comitato sono adottate a maggioranza assoluta dei membri partecipanti alla riunione.

Il Consiglio di Amministrazione riunitosi in data 15 maggio 2017 ha nominato Giovanni Canetta Roeder (Presidente), Valeria Petterlini e Rossella Locatelli quali componenti del Comitato per le Nomine e la Remunerazione BFH, con efficacia a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni, dopo aver accertato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, ai sensi di quanto stabilito dal combinato disposto degli artt. 147-ter, comma quarto, e 148, comma terzo, del TUF, nonché dalle prescrizioni del Codice di Autodisciplina, in capo ai Consiglieri Giovanni Canetta Roeder e Valeria Petterlini, ed avere accertato che i membri del comitato sono dotati di adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria e di politiche retributive.

#### Comitato Controllo e Rischi BFH

Il Comitato Controllo e Rischi BFH svolge funzioni propositive e consultive nei confronti del Consiglio di Amministrazione medesimo in materia di controlli interni e di gestione dei rischi, nonché svolge attività di supporto, con adeguata attività istruttoria, al Consiglio di Amministrazione in relazione alle decisioni di quest'ultimo in merito all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche.

In particolare, il comitato, nell'assistere il Consiglio di Amministrazione:

- (i) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentiti il revisore legale e il Collegio Sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;
- (ii) verifica, in via continuativa, l'andamento dell'impresa rispetto al *business plan* e al *budget* annuale, identificando eventuali rischi e il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati;
- (iii) esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;
- (iv) esamina le relazioni periodiche, aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione di *internal audit*;
- (v) monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di *internal audit*;
- (vi) può chiedere alla funzione di Internal Audit lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al Presidente del Collegio Sindacale;
- (vii) riferisce al Consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- (viii) supporta, con un'adeguata attività istruttoria, le valutazioni e le decisioni del Consiglio di Amministrazione relative alla gestione di rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui il Consiglio di Amministrazione sia venuto a conoscenza.

Il Comitato Controllo e Rischi BFH fornisce il proprio parere al Consiglio di Amministrazione ai fini della:

- (i) definizione (da parte del Consiglio di Amministrazione) delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati;
- (ii) valutazione (da parte del Consiglio di Amministrazione), con cadenza almeno annuale, dell'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia;
- (iii) approvazione (da parte del Consiglio di Amministrazione), con cadenza almeno annuale, del piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *internal audit*, sentiti il Collegio Sindacale e l'Amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- (iv) descrizione nella relazione sul governo societario (da parte del Consiglio di Amministrazione), delle principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e le modalità di coordinamento tra i soggetti in esso coinvolti, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza dello stesso;
- (v) valutazione (da parte del Consiglio di Amministrazione), sentito il Collegio Sindacale, dei risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti e nella relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale;
- (vi) nomina e revoca (da parte del Consiglio di Amministrazione) del responsabile della funzione di Internal Audit; adeguatezza delle risorse di cui il Responsabile della funzione di Internal Audit è dotato rispetto all'espletamento delle proprie responsabilità; definizione (da parte del Consiglio di Amministrazione) della remunerazione del responsabile della funzione di Internal Audit coerentemente con le politiche aziendali.

Per la validità delle riunioni è necessaria la presenza della maggioranza dei componenti. Le determinazioni del comitato sono adottate a maggioranza assoluta dei membri partecipanti alla riunione.

Il Consiglio di Amministrazione riunitosi in data 15 maggio 2017 ha nominato Valeria Petterlini (Presidente), Sergio Lenzi, Andrea Bignami, Gianluca Lelli e Rossella Locatelli quali componenti del Comitato Controllo e Rischi BFH, con efficacia a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni, dopo aver accertato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, ai sensi di quanto stabilito dal combinato disposto degli artt. 147-ter, comma quarto, e 148, comma terzo, del TUF, nonché dalle prescrizioni del Codice di Autodisciplina, in capo ai Consiglieri Valeria Petterlini, Andrea Bignami, Gianluca Lelli e Sergio Lenzi ed avere accertato che i membri del comitato sono dotati di adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria e di gestione dei rischi.

Si segnala che il Dott. Bignami ha rinunciato a ricoprire l'incarico di "amministratore incaricato di sovrintendere il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi" di cui all'articolo 7 del Codice di Autodisciplina,

conferitogli dal Consiglio di Amministrazione del 10 aprile 2017, nell'intesa che tale ruolo è affidato *ad interim* all'Amministratore Delegato della Società.

#### Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BFH

Il Consiglio di Amministrazione, riunitosi in data 3 aprile 2017, ha nominato Giulia Di Tommaso (Presidente), Andrea Bignami e Valeria Petterlini quali componenti del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BFH, con efficacia a partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni, dopo aver accertato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, ai sensi di quanto stabilito dal combinato disposto degli artt. 147-ter, comma quarto, e 148, comma terzo, del TUF, nonché dalle prescrizioni del Codice di Autodisciplina delle società quotate, in capo ai suddetti componenti.

In data 10 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione, previo parere del neo-istituito Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF, ha deliberato di approvare la Procedura OPC predisposta sulla base delle disposizioni del Regolamento Parti Correlate, le cui disposizioni entreranno in vigore a parte dalla Data di Inizio delle Negoziazioni. La Procedura OPC è stata predisposta in continuità con la procedura per le operazioni con parti correlate adottata da BF in data 11 novembre 2010 e successivamente aggiornata in data 16 dicembre 2014.

In linea con quanto previsto dalla Procedura OPC e dal Regolamento Parti Correlate, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BFH ha il compito di effettuare tutte le attività richieste dalla Procedura OPC. In particolare, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BFH è competente, tra l'altro, a rilasciare, prima dell'approvazione e/o dell'esecuzione delle operazioni con parti correlate, un motivato parere sull'interesse della Società al compimento delle operazioni medesime nonché sulla convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni.

L'Offerente procederà all'individuazione delle proprie parti correlate successivamente alla Data di Inizio delle Negoziazioni.

#### **B.1.8.1 Potenziale conflitto di interesse dei membri del Consiglio di Amministrazione, del Collegio Sindacale e degli Alti Dirigenti di BF Holding**

Federico Vecchioni, in quanto (i) amministratore delegato dell'Offerente, (ii) amministratore delegato di Bonifiche Ferraresi, (iii) socio di BF in quanto titolare di n. 70.323 azioni di Bonifiche Ferraresi, rappresentanti lo 0,893% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi, oggetto dell'Offerta e (iv) amministratore delegato di Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a. (socio dell'Offerente), è in una situazione di potenziale conflitto di interessi.

Al riguardo, si segnala che Federico Vecchioni, in occasione delle riunioni:

- (i) del Consiglio di Amministrazione del 13 febbraio 2017 che ha approvato il Progetto di Industriale e l'Operazione ivi contemplata;
- (ii) del consiglio di amministrazione dell'Emittente del 13 febbraio 2017 che ha visionato le linee guida del Progetto Industriale allegate all'Accordo di Investimento e, previo parere positivo del Comitato Controllo e Rischi BF, riunitosi in pari data, ha valutato positivamente la valenza industriale del Progetto Industriale predisposto da BFH, nei termini rappresentati dalle predette linee guida; e
- (iii) del Consiglio di Amministrazione del 10 aprile 2017, con riferimento all'adozione della delibera avente ad oggetto la proposta di determinazione del Corrispettivo Alternativo,

previa dichiarazione di essere portatore di un interesse ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile, si è astenuto dalla votazione delle suddette delibere.

#### **B.1.8.2 Revisione legale dei conti**

Si segnala che l'Offerente in data 12 giugno 2014 ha conferito alla Società di Revisione l'incarico per la revisione legale dei bilanci di esercizio e consolidati per una durata di sette esercizi (*i.e.*, fino all'assemblea ordinaria di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2020), così come deliberato dall'assemblea ordinaria dell'Offerente del 12 giugno 2014, ai sensi del Decreto Legislativo del 27 gennaio 2010 n. 39.

Deloitte & Touche S.p.A. è stata altresì incaricata della revisione legale dei bilanci di esercizio di Bonifiche Ferraresi, società controllata dall'Offerente dal 11 giugno 2014, per gli anni dal 2012 al 2020 ai sensi del Decreto Legislativo del 27 gennaio 2010 n. 39.

Tale incarico ha avuto ad oggetto, tra l'altro: (i) la revisione contabile del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato dell'Offerente; (ii) la verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili.

Il bilancio consolidato 2016 è stato assoggettato a revisione contabile dalla Società di Revisione, che ha emesso la propria relazione in data 6 marzo 2017, senza rilievi, riportata quale Appendice 3 al Documento di Offerta.

Il bilancio consolidato 2015 è stato assoggettato a revisione contabile dalla Società di Revisione, che ha emesso le proprie relazioni in data 23 giugno 2016, senza rilievi, riportata quale Appendice 3 al Documento di Offerta.

In data 8 maggio 2017 l'assemblea ordinaria dell'Offerente, previo parere del Collegio Sindacale, in funzione della quotazione delle azioni dell'Offerente, ha deliberato di attribuire l'incarico per la revisione legale dei bilanci di esercizio e consolidati a Deloitte & Touche S.p.A. per gli esercizi 2017-2025, a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni.

Relativamente al periodo cui si riferiscono le informazioni finanziarie contenute nel Documento di Offerta, non vi sono stati rilievi o rifiuti di attestazione da parte della Società di Revisione, né la stessa si è dimessa o è stata rimossa dall'incarico.

#### **B.1.9 Operazioni con parti correlate**

I rapporti intrattenuti dal Gruppo con le parti correlate individuate sulla base dei criteri definiti dallo IAS 24 - Informativa di bilancio sulle operazioni con parti correlate – sono prevalentemente di natura commerciale e sono relativi ad operazioni effettuate a normali condizioni di mercato. Non vi è, tuttavia, alcuna garanzia che, ove tali operazioni fossero state concluse fra o con terze parti, queste ultime avrebbero negoziato e stipulato i relativi contratti, ovvero eseguito le operazioni stesse, alle medesime condizioni e con le stesse modalità.

Con riferimento ai fattori di rischio connessi alle operazioni con parti correlate, si rinvia al Paragrafo 4.1.15, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 101 e seguenti, incluso mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

#### **B.1.10 Sintetica descrizione del gruppo di appartenenza**

##### **B.1.10.1 Il Gruppo**

Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente è la società capogruppo del Gruppo composto dall'Offerente e da Bonifiche Ferraresi, società controllata da BFH ai sensi dell'art. 93 del TUF di cui l'Offerente detiene una partecipazione corrispondente al 78,346% del capitale sociale.

La Società è una *holding* di partecipazioni e non svolge alcuna attività operativa.

Nello specifico l'Offerente detiene una partecipazione in Bonifiche Ferraresi, società quotata sul MTA, che opera in ambito nazionale ed è attiva nella coltivazione e commercializzazione di prodotti agricoli. La controllata Bonifiche Ferraresi è in possesso dei requisiti di imprenditore agricolo professionale (IAP).

La storia della controllata Bonifiche Ferraresi inizia nel 1871, quando fu costituita in Inghilterra col nome di Ferrarese Land Reclamation Company Limited, per operare nella "bonifica di laghi, nell'acquisto di paludi e terreni nelle vicinanze di Ferrara". Bonifiche Ferraresi entrò a far parte, a tutti gli effetti, delle principali aziende agricole italiane nel 1872, quando fu abilitata con regio decreto ad operare nel Regno d'Italia, con il nome di Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi.

In particolare, la "Società Italiana per la bonificazione dei terreni ferraresi" nasce come società di diritto italiano nel 1872 a seguito della fusione di Ferrarese Land Reclamation Company Limited con la "Società Italiana dei Lavori Pubblici di Torino". Il relativo atto costitutivo e lo statuto sono stati approvati con Regio Decreto del 22 dicembre 1872.

Successivamente, nel 1942, la Banca d'Italia diventò il maggiore azionista di Bonifiche Ferraresi e nel 1947 la società agricola approdò alla quotazione in borsa. Nel giugno 2014, l'Offerente ha acquistato da Banca d'Italia la partecipazione di maggioranza nel capitale sociale di Bonifiche Ferraresi ed ha successivamente promosso un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria, conclusasi nel mese di agosto 2014.

Nei documenti a disposizione del pubblico l'Emittente dichiara di essere qualificabile quale PMI, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*.1), del TUF.

Per ulteriori informazioni relative al gruppo di appartenenza si rinvia al Paragrafo 5.1.5, Capitolo V, Sezione Prima, pagine 115 e seguenti del Prospetto Informativo e al Paragrafo 7.1, Capitolo VII, Sezione Prima, pagina 145 del Prospetto Informativo, contenente, tra l'altro, la rappresentazione grafica del Gruppo medesimo, inclusi mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

### B.1.10.2 Attività del Gruppo

Alla Data del Documento di Offerta l'Offerente è una *holding* di partecipazioni e, pertanto, sin ora non ha svolto alcuna attività operativa. Ad esito e per effetto dell'attuazione del Progetto Industriale è invece previsto che vengano ampliate le attività attualmente svolte tramite:

- (i) estensione delle attività ad ambiti integrati e complementari a quello agricolo e più precisamente:
  - a. attività di ricerca e sviluppo in ambito agro-industriale, biotecnologico e bio-energetico che consenta di diffondere le *best practice* di settore tramite attività di formazione e consulenza;
  - b. attività di trasformazione e commercializzazione di merce, anche di provenienza esterna al Gruppo, ma esclusivamente italiana;
- (ii) verticalizzazione delle filiere ovvero integrazione a monte e a valle, da realizzarsi attraverso partnership con operatori del settore che consentano il consolidamento di un presidio sulla filiera alimentare italiana;
- (iii) ampliamento del comparto produttivo finalizzato a diversificare le categorie merceologiche trattate;
- (iv) valorizzazione del patrimonio immobiliare mediante recupero architettonico e paesaggistico degli immobili presenti sui terreni di proprietà.

Per ulteriori informazioni concernenti le attività del Gruppo, si rinvia al Paragrafo 6.1, Capitolo VI, Sezione Prima, pagine 121 e seguenti del Prospetto Informativo, qui incluso mediante riferimento ai sensi ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

### B.1.11 Principi contabili

Il bilancio consolidato 2016, che è stato redatto in conformità ai principi contabili IAS; tali dati sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della Società di Revisione, che ha emesso la propria relazione in data 6 marzo 2017, riportata quale Appendice 3 al Documento di Offerta.

Il bilancio consolidato 2015, che è stato redatto in conformità ai Principi Contabili Internazionali; tali dati sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della Società di Revisione, che ha emesso la propria relazione in data 23 giugno 2016, riportata quale Appendice 3 al Documento di Offerta

### B.1.12 Schemi contabili

La tabella che segue riporta la situazione patrimoniale e conto economico riclassificati consolidati di gruppo degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015 posti a confronto.

SITUAZIONE PATRIMONIALE-FINANZIARIA (in migliaia di Euro)	31/12/2016	31/12/2015
<b>ATTIVO</b>		
<b>ATTIVO NON CORRENTE</b>		
Immobilizzazioni materiali	185.635	156.782
Investimenti immobiliari	18.440	17.673
Attività biologiche	1.168	1.174
Immobilizzazioni immateriali	25	14
Partecipazioni	0	0
Avviamento	31.129	31.129
Attività finanziarie	115	115
Crediti	952	83
<b>TOTALE ATTIVO NON CORRENTE</b>	<b>237.464</b>	<b>206.970</b>
<b>ATTIVO CORRENTE</b>		
Rimanenze	7.778	4.967
Attività biologiche	1.376	1.139
Crediti verso clienti	4.368	2.474
Altre attività correnti	5.983	2.851
Disponibilità liquide	17.329	29.852
<b>TOTALE ATTIVO CORRENTE</b>	<b>36.834</b>	<b>41.283</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>274.298</b>	<b>248.253</b>
<b>PASSIVO</b>		
<b>PATRIMONIO NETTO</b>		
Capitale Sociale	65.141	65.141
Riserva di Fair value	0	0
Altre riserve	96.122	96.508

Utili indivisi	4.404	(741)
Utile (perdita) dell'esercizio	2.142	4.756
<b>PATRIMONIO NETTO DI PERTINENZA DELLA CAPOGRUPPO</b>	<b>167.809</b>	<b>165.665</b>
Patrimonio netto di terzi	36.807	35.511
Utile (perdita) dell'esercizio di terzi	509	1.405
<b>PATRIMONIO NETTO DI PERTINENZA DEI TERZI</b>	<b>37.316</b>	<b>36.916</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>205.125</b>	<b>202.581</b>
<b>PASSIVO NON CORRENTE</b>		
Fondo Imposte e Imposte differite	34.897	34.858
Benefici ai dipendenti	322	360
Finanziamenti a lungo termine	11.769	3.981
Altri fondi	40	40
Altri debiti non correnti	1.629	1.271
<b>TOTALE PASSIVO NON CORRENTE</b>	<b>48.657</b>	<b>40.510</b>
<b>PASSIVO CORRENTE</b>		
Debiti verso fornitori	9.482	2.430
Finanziamenti a breve termine	8.642	1.031
Altri debiti	2.392	1.702
<b>TOTALE PASSIVO CORRENTE</b>	<b>20.516</b>	<b>5.163</b>
<b>TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO</b>	<b>274.298</b>	<b>248.253</b>

CONTO ECONOMICO (in migliaia di Euro)	31/12/2016	31/12/2015
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>		
Ricavi delle vendite	9.285	8.516
Variazioni delle rimanenze di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e finiti	2.685	712
Altri proventi	5.949	5.854
Incrementi per lavori interni	379	249
<b>TOTALE VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>18.298</b>	<b>15.331</b>
<b>COSTI OPERATIVI</b>		
Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(362)	(115)
Costi per materie prime, sussidiarie, consumo e merci	3.982	2.746
Costi per servizi e godimento beni di terzi	5.351	4.497
Costi per il personale	3.950	3.198
Ammortamento e svalutazioni	1.794	2.450
Altri costi operativi	1.524	1.514
<b>TOTALE COSTI OPERATIVI</b>	<b>16.239</b>	<b>14.290</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>2.059</b>	<b>1.041</b>
Proventi finanziari	69	66
Oneri finanziari	343	260
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>1.785</b>	<b>847</b>
Imposte sul reddito del periodo	866	5.314
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>2.651</b>	<b>6.161</b>
<b>Utile (perdita) dell'esercizio di pertinenza dei terzi</b>	<b>509</b>	<b>1.405</b>
<b>Utile (perdita) dell'esercizio di pertinenza del gruppo</b>	<b>2.142</b>	<b>4.756</b>

Il Gruppo ha chiuso l'esercizio 2016 con un risultato positivo di Euro 2.651 mila, in riduzione rispetto all'utile registrato nell'esercizio precedente di Euro 6.161 mila. Il risultato positivo di Gruppo è stato determinato dall'effetto congiunto dei risultati positivi ottenuti da BF (Euro 2.059 mila) e da BFH (Euro 1.019 mila).

I ricavi delle vendite del 2016 sono pari a 9,3 milioni di Euro rispetto a 8,5 milioni rilevati nello stesso periodo del 2015 con un aumento del 9%. Il valore della produzione si è attestato a 18,3 milioni di Euro contro Euro 15,3 milioni del corrispondente periodo dell'anno scorso con un aumento di circa il 19%. La voce comprende contributi in conto esercizio relativi alla misura agroambientale per 0,8 milioni di Euro, non presenti nel 2015, i



ricavi per prestazioni di servizi svolti a favore di alcuni operatori agricoli per un importo di 1,3 milioni di Euro, rispetto a 0,4 milioni di Euro del 2015.

La differenza di fatturato è attribuibile principalmente ad un maggior valore di vendita di prodotti dell'annata 2016, in particolare riferibile alla vendita di grano duro e semola di grano duro, mentre il maggior valore di rimanenze è da attribuire alla presenza di maggiori quantitativi di risone e prodotti per la zootecnia.

Il risultato operativo lordo (EBITDA) è pari a 3,6 milioni di Euro, a fronte di 1,7 milioni di Euro del 2015. Il risultato operativo (EBIT) è di 2,1 milioni di Euro, a fronte di un valore di 1,0 milioni di Euro del 2015. Rispetto all'esercizio precedente sono presenti minori svalutazioni di immobili per 945 migliaia di Euro.

Il risultato della gestione finanziaria è negativo di 2,7 milioni di Euro, a fronte di 1,9 milioni di Euro nel 2015.

Il risultato prima delle imposte si attesta a 1,7 milioni di Euro a fronte di un valore di 0,8 milioni di Euro del 2015. Al netto delle imposte, l'esercizio 2016 chiude con un risultato positivo di 2,6 milioni di Euro a fronte di un risultato netto positivo rilevato nel 2015 di 6,1 milioni di Euro. Quest'ultimo valore comprendeva il valore dell'adeguamento, operato nel 2015, della fiscalità differita conseguente all'abolizione dell'IRAP sulle attività agricole, a partire dall'esercizio 2016, e all'applicazione della nuova aliquota IRES (dal 27,5% al 24%), a partire dal 2017, che ha generato un componente positivo complessivo di 5,9 milioni di Euro.

Il bilancio consolidato relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 completo, comprensivo delle note illustrative, cui si rimanda per maggiori dettagli, è visionabile sul sito di Bonifiche Ferraresi ([www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it)).

La tabella che segue riporta il rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni di patrimonio netto degli esercizi chiusi al 31 dicembre 2016 e 31 dicembre 2015 posti a confronto.

<b>RENDICONTO FINANZIARIO AL 31 DICEMBRE 2016</b>		
<b>(in migliaia di Euro)</b>		
	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>
<b>ATTIVITA' OPERATIVA</b>		
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>2.188</b>	<b>1.068</b>
Rettifiche per :		
- Ammortamenti	1.670	1.379
- Variazione Benefici ai dipendenti	4	5
- Contributi c/impianti	(91)	(99)
- Svalutazioni/Rivalutazioni Imm.ni Materiali	(100)	(282)
- Sopravvenienze attive/passive	103	(46)
- Ricavi non monetari		
- Rettifica per pagamento dividendi infragruppo	(402)	
<b>Flussi di cassa dell'attività operativa ante variazioni del capitale circolante</b>	<b>3.372</b>	<b>2.025</b>
- Variazione netta dei crediti commerciali	(1.894)	(294)
- Variazione delle rimanenze finali	(3.048)	(826)
- Variazione delle altre attività correnti	(3.195)	(958)
- Variazione dei debiti commerciali	2.949	451
- Variazione delle altre passività correnti	867	129
<b>Flussi di cassa generati dalla variazione del capitale circolante</b>	<b>(4.321)</b>	<b>(1.498)</b>
- Pagamento imposte	(72)	(759)
- Oneri finanziari non corrisposti	(5)	(53)
- Quota 2015 della remunerazione variabile a medio/lungo termine	260	136
- TFR corrisposto a dipendenti	(63)	(18)
<b>A. FLUSSO DI CASSA GENERATO DALL'ATTIVITA' OPERATIVA</b>	<b>(829)</b>	<b>(167)</b>
- Investimenti/disinvestimenti immobilizzazioni finanziarie	0	(24.353)
- Variazioni depositi cauzionali	(29)	(1)
- Investimenti/disinvestimenti immobilizzazioni materiali e immateriali	(26.774)	(3.201)
<b>B. VARIAZIONI GENERATE DA ATTIVITA' DI INVESTIMENTO</b>	<b>(26.803)</b>	<b>(27.555)</b>
- Aumento capitale sociale	0	57.348
- Costi per aumento capitale sociale	0	(336)
- Rimborsi mutui al netto delle accensioni	15.219	613
- Pagamento dividendi	(110)	(281)
<b>C. FLUSSO DI CASSA GENERATO DALL'ATTIVITA' FINANZIARIA</b>	<b>15.109</b>	<b>57.344</b>
	<b>0</b>	
<b>D. INCREMENTO (DECREMENTO) NETTO DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE (A+B+C)</b>	<b>(12.523)</b>	<b>29.622</b>
<b>E. DISPONIBILITA' LIQUIDE ALL'INIZIO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>29.852</b>	<b>230</b>
<b>F. DISPONIBILITA' LIQUIDE FINALI (E+D)</b>	<b>17.329</b>	<b>29.852</b>

Alla data del Documento di Offerta il Gruppo ottiene le risorse necessarie al finanziamento della propria attività principalmente attraverso il flusso generato dalla propria gestione operativa.

È intenzione dell'Emittente utilizzare i proventi netti di cassa rivenienti dall'Aumento di Capitale Soci BFH e dal POC per coprire il fabbisogno finanziario netto riferibile alla gestione degli investimenti previsti nel Progetto Industriale.

Nella seguente tabella sono rappresentati i principali flussi di cassa del Gruppo nel periodo 2014 - 2016.

Le disponibilità liquide presenti al 31 dicembre 2015 e derivanti dall'incasso dell'Aumento di Capitale BF 2015 sono state utilizzate nel corso dell'esercizio per far fronte agli investimenti realizzati. Il saldo attivo presente al 31 dicembre 2016 è conseguenza dell'incasso riveniente dalla stipula da parte di Bonifiche Ferraresi del contratto di finanziamento con Unicredit S.p.A., avvenuta a dicembre 2016, per complessivi Euro 12.500.000.

Il bilancio consolidato dell'Offerente relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 completo, comprensivo delle note illustrative, cui si rimanda per maggiori dettagli, è visionabile sul sito di Bonifiche Ferraresi ([www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it)).

<b>PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL PATRIMONIO NETTO</b> (in migliaia di Euro)								
	Capitale sociale	Altre Riserve	Risultato dell'esercizio o del Gruppo	Totale Patrimonio netto del Gruppo	Capitale e Riserve di terzi	Risultato dell'esercizio o dei terzi	Totale patrimonio netto dei terzi	Totale patrimonio netto consolidato
<b>Saldi al 31 dicembre 2015</b>	<b>65.141</b>	<b>95.767</b>	<b>4.756</b>	<b>165.665</b>	<b>35.511</b>	<b>1.405</b>	<b>36.916</b>	<b>202.581</b>
Destinazione Risultato 2015	-	4.756	(4.756)	-	1.405	(1.405)	-	-
Distribuzione dividendi Bonifiche Ferraresi	-	-	-	-	(110)	-	(110)	(110)
Reversal Imposte Aumento di Capitale	-	(15)	-	(15)	(4)	-	(4)	(19)
Risultato dell'esercizio	-	-	2.142	2.142	-	509	509	2.651
Redditività complessiva dell'esercizio	-	18	-	18	5	-	5	23
<b>Saldi al 31 dicembre 2016</b>	<b>65.141</b>	<b>100.526</b>	<b>2.142</b>	<b>167.809</b>	<b>36.807</b>	<b>509</b>	<b>37.316</b>	<b>205.126</b>

La relazione della Società di Revisione è stata emessa in data 6 marzo 2017 e si riferisce al documento completo del bilancio consolidato riferito all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, corredato dalle Note illustrative e dalla Relazione sulla Gestione redatta dagli amministratori.

La citata relazione non ha evidenziato rilievi ed ha attestato la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo, nonché del risultato economico e dei flussi di cassa al 31 dicembre 2016. La stessa è visionabile, unitamente al bilancio consolidato dell'Offerente relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, comprensivo delle note illustrative e della relazione sulla gestione, sul sito di Bonifiche Ferraresi ([www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it)).

La tabella che segue riporta la posizione finanziaria netta di BFH e consolidata a data recente, predisposta in conformità alla Raccomandazione CESR 05-054b.

<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO</b> (in migliaia di Euro)	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>
CASSA	1	3
ALTRE DISPONIBILITA' LIQUIDE EQUIVALENTI	17.328	29.849
TITOLI DETENUTI PER LA NEGOZIAZIONE	0	0
<b>LIQUIDITA'</b>	<b>17.329</b>	<b>29.852</b>
<b>CREDITI FINANZIARI CORRENTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
DEBITI BANCARI CORRENTI	(8.000)	0
PARTE CORRENTE DELL'INDEBITAMENTO NON CORRENTE	(642)	(324)
ALTRI DEBITI FINANZIARI CORRENTI	0	(707)
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO CORRENTE NETTO</b>	<b>8.687</b>	<b>28.821</b>
DEBITI BANCARI NON CORRENTI	(11.769)	(3.981)

OBBLIGAZIONI EMESSE	0	0
ALTRI DEBITI NON CORRENTI	0	0
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NON CORRENTE</b>	<b>(11.769)</b>	<b>(3.981)</b>
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO</b>	<b>(3.082)</b>	<b>24.840</b>

La posizione finanziaria netta del Gruppo è passata da un valore positivo di 24,8 milioni di Euro al 31 dicembre 2015 ad uno negativo di 3,1 milioni di Euro al 31 dicembre 2016 per effetto degli investimenti operati dal Gruppo nel corso dell'esercizio 2016.

Nel secondo semestre del 2016 sono stati estinti anticipatamente i sei mutui in essere.

Il saldo al 31 dicembre 2016 di debiti verso banche comprende il valore delle rate in scadenza oltre l'esercizio successivo del contratto di finanziamento stipulato con Unicredit S.p.A. a dicembre 2016, che prevede l'utilizzo di fondi messi a disposizione dalla Banca Europea per gli Investimenti (BEI), per complessivi Euro 12.500.000. Si tratta di un finanziamento della durata di 10 anni, rata semestrale, tasso variabile Euribor 6 mesi maggiorato di un margine di 0,95, garantito da ipoteca immobiliare sui terreni di proprietà della Società per 25 milioni di Euro. Il contratto prevede il mantenimento di determinati indici finanziari che al 31 dicembre 2016 risultano rispettati.

Il finanziamento è stato iscritto al costo ammortizzato, vale a dire al valore nominale al netto dei costi sostenuti (spese notarili e commissioni bancarie). Alla chiusura dell'esercizio il valore dei debiti valutati al costo ammortizzato è pari al valore attuale dei flussi finanziari futuri al tasso di interesse effettivo.

Il bilancio consolidato relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 completo, comprensivo delle note illustrative, cui si rimanda per maggiori dettagli, è visionabile sul sito di Bonifiche Ferraresi ([www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it)).

Di seguito sono riportati i saldi patrimoniali ed economici, nonché i flussi finanziari relativi ai rapporti del Gruppo con parti correlate per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e 2015, con indicazione dell'incidenza sulla relativa voce di bilancio:

Dati al 31 dicembre 2016

PARTI CORRELATE	IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	CREDITI VERSO CLIENTI	DEBITI VERSO FORNITORI	RICAVI VENDITA PRODOTTI	ALTRI PROVENTI	ALTRI COSTI	COSTI PER MATERIE PRIME	COSTI PER SERVIZI
TECNO-STAR DUE SRL (1)	175	0	0	0	0	0	0	0
SOCIETA' ITALIANA SEMENTI (2)	0	48	0	0	80	0	19	0
CONSORZIO AGRARIO DELL'EMILIA SOC.COOP. (2)	4.826	21	292	31	284	84	820	22
CONSORZIO AGRARIO DEL TIRRENO (2)	34	24	77	0	100	0	97	0
CONSORZI AGRARI D'ITALIA S.C.P.A. (2)	0	0	0	0	50	0	0	0
CONSORZIO AGRARIO DEL NORD EST (2)	0	0	67	0	80	0	63	0
OCRIM SPA (2)	50	610	0	0	650	0	0	0
<b>TOTALE PARTI CORRELATE</b>	<b>5.085</b>	<b>703</b>	<b>436</b>	<b>31</b>	<b>1.244</b>	<b>84</b>	<b>999</b>	<b>22</b>
<b>TOTALE GRUPPO</b>	<b>185.635</b>	<b>4.368</b>	<b>9.482</b>	<b>9.285</b>	<b>5.949</b>	<b>1.524</b>	<b>3.982</b>	<b>5.351</b>
<b>PERCENTUALE PARTI CORRELATE</b>	<b>2,74%</b>	<b>16,09%</b>	<b>4,60%</b>	<b>0,33%</b>	<b>20,91%</b>	<b>5,51%</b>	<b>25,09%</b>	<b>0,41%</b>

(1) Società controllata da azionista di BF Holding

(2) Azionisti di BF Holding

Dati al 31 dicembre 2015

PARTI CORRELATE	DEBITI VERSO FORNITORI	COSTI PER SERVIZI
ENERGRID SPA (1)	12	10
TOTALE PARTI CORRELATE	12	10
TOTALE GRUPPO	2.430	4.497
PERCENTUALE PARTI CORRELATE	0,49%	0,22%

(1) Società controllata da azionista di BF Holding.

Le principali operazioni perfezionate dal Gruppo con le proprie parti correlate per gli esercizi 2015 e 2016 sono le seguenti:

- (i) nel 2015 Bonifiche Ferraresi ha stipulato i seguenti contratti:
- un contratto con Energrid S.p.A. per l'elaborazione di una diagnosi energetica, in relazione al quale non è stato richiesto il preventivo parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF trattandosi di operazione di importo esiguo ai sensi della procedura per operazioni con parti correlate adottata da Bonifiche Ferraresi (la **Procedura OPC BF**);
  - un contratto con Tecno-Star Due S.r.l. relativo alla progettazione e direzione dei lavori dell'eco-distretto zootecnico, in relazione al quale il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF ha rilasciato il proprio parere favorevole motivato non vincolante in data 21 dicembre 2015. Il contratto non ha generato effetti nel 2015, bensì nel 2016;
- (ii) nel corso del 2016 BF ha stipulato i seguenti contratti:
- contratti aventi ad oggetto l'acquisto di macchine agricole, attrezzature ed impianti di irrigazione e la vendita di macchine e attrezzature agricole, in permuta degli acquisti effettuati, con Consorzio Agrario dell'Emilia S.c., in relazione ai quali il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF ha rilasciato il proprio parere favorevole motivato non vincolante in data 20 aprile 2016;
  - delibera quadro avente ad oggetto l'acquisto di sementi, concimi, antiparassitari e macchine/attrezzi agricoli dal Consorzio Agrario dell'Emilia S.c., in relazione alla quale il Comitato per le Operazioni Parti Correlate ha rilasciato il proprio parere favorevole motivato non vincolante in data 6 luglio 2016;
  - contratto di cessione di *know how* a OCRIM S.p.A., in relazione al quale il Comitato per le Operazioni Parti Correlate ha rilasciato il proprio parere favorevole motivato non vincolante in data 22 dicembre 2016;

ed i seguenti contratti per i quali non si è reso necessario il preventivo parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF in quanto operazioni di importo esiguo ai sensi della Procedura OPC Bonifiche Ferraresi:

- contratto con Società Italiana Sementi S.p.A., che prevede l'assistenza nelle prove sperimentali *on-farm* realizzate sui terreni di proprietà di quest'ultima;
- contratti aventi ad oggetto l'acquisto di macchine, attrezzature agricole e materie prime dal Consorzio Agrario del Tirreno S.c. e progettazione dell'impianto molino con OCRIM S.p.A.;
- contratti che prevedono il supporto nella diffusione ed implementazione di soluzioni tecnologiche innovative con Consorzio Agrario dell'Emilia S.c. e Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a.;
- contratti relativi al progetto di *precision farming* che ha visto il coinvolgimento di Consorzio Agrario del Nord Est S.c., Consorzio Agrario del Tirreno S.c. e OCRIM S.p.A..

Si segnala inoltre che in data 13 febbraio 2017 il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF si è riunito per esaminare l'Accordo di Investimento, recante, tra l'altro, le linee guida del Progetto Industriale, in quanto (i) l'Offerente è parte correlata di BF e (ii) il perfezionamento dell'Accordo di Investimento, nella parte in cui prevede gli impegni di BF a perfezionare l'atto notarile di Cessione di Ramo d'Azienda e a dar corso alla Fusione nel caso di mancato raggiungimento della Soglia Minima OPAS ovvero di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS, nel contesto dell'attuazione del Progetto

Alternativo di Riorganizzazione, rappresenta per Bonifiche Ferraresi un'operazione con parte correlata. Nell'ambito delle valutazioni volte a verificare l'applicazione all'operazione suddetta delle regole e dei principi di cui al Regolamento Parti Correlate ed alla procedura per le operazioni con parti correlate adottata da BF, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF ha potuto fare riferimento esclusivamente ai termini ed alle condizioni della Cessione di Ramo d'Azienda in quanto, relativamente alla Fusione ed ai termini ai quali la stessa sarà perfezionata, alla data della riunione del comitato predetto non era stata assunta alcuna deliberazione. A tale riguardo si ricorda che, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente relativamente alla Fusione e, in generale, al Progetto Alternativo di Riorganizzazione.

Gli esiti delle valutazioni che precedono hanno portato ad escludere la Cessione di Ramo d'Azienda dall'applicazione delle previsioni del Regolamento Parti Correlate e della procedura predetta, in quanto tale operazione è stata qualificata quale "Operazione di Importo Esiguo" ai sensi dell'art. 1 della procedura predetta, essendo il relativo valore inferiore all'importo di Euro 200.000,00. Ciononostante, in considerazione della rilevanza dell'Accordo di Investimento e della complessità e significatività delle attività dallo stesso contemplate, BF ha comunque ritenuto opportuno applicare volontariamente all'operazione in esame le regole ed i principi dettati dal Regolamento Parti Correlate e dalla Procedura OPC Bonifiche Ferraresi e, in particolare, le disposizioni relative alle operazioni di maggiore rilevanza. Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF in data 13 febbraio 2017 all'unanimità ha dunque espresso il proprio parere favorevole sull'interesse della Società al perfezionamento dell'accordo predetto e sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. In data 20 febbraio 2017 Bonifiche Ferraresi ha messo a disposizione del pubblico il documento informativo richiesto dall'art. 5 del Regolamento Parti Correlate e dall'art. 10.1 della Procedura OPC Bonifiche Ferraresi, disponibile all'indirizzo [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it).

Con riferimento alle informazioni finanziarie pro-forma costituite dai prospetti della situazione patrimoniale-finanziaria consolidata pro-forma e del rendiconto finanziario consolidato pro-forma del Gruppo per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 (le **Informazioni Finanziarie Pro-Forma**) corredati dalle relative note esplicative in relazione all'OPAS si rinvia al Paragrafo 20.2, Capitolo XX, Sezione Prima, pagine 267 e seguenti del Prospetto Informativo, qui incluso mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Con riferimento ai fattori di rischio connessi alle Informazioni Finanziarie Pro-Forma, si rinvia al Paragrafo 4.1.5, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagina 86, incluso mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

### **B.1.13 Andamento recente**

Dal 31 dicembre 2016 alla Data del Documento di Offerta non si segnalano variazioni tali da incidere in misura rilevante sulla situazione economica patrimoniale e finanziaria del Gruppo.

Nel periodo in esame non sono stati raccolti prodotti dai campi e/o dalle piante e pertanto non è possibile rilevare dati relativi alla produzione. Con riferimento alle vendite, sono stati venduti prodotti presenti a magazzino al 31 dicembre 2016 a prezzi in linea con la valorizzazione delle rimanenze.

Le attività del Gruppo proseguono in linea con il Piano Industriale 2017-2019 e con il Progetto Industriale e il Gruppo non è a conoscenza di tendenze, incertezze, richieste, impegni o fatti noti che potrebbero ragionevolmente avere ripercussioni significative sulle prospettive del Gruppo.

## **B.2 Soggetto emittente gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta**

### **B.2.1 Denominazione, forma giuridica e sede sociale**

La denominazione sociale di Bonifiche Ferraresi è "Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per Imprese Agricole S.p.A. Società Agricola", ovvero, nella forma breve, "Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola", così come stabilito dall'art. 1 dello statuto sociale.

Bonifiche Ferraresi è una società per azioni di diritto italiano con sede legale e amministrazione centrale in Jolanda di Savoia (FE), Via Cavicchini n. 2, codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Ferrara n. 00050540384. Con provvedimento del 16 ottobre 2012, il Dipartimento Tutela Ambientale e del Verde - Protezione Civile - U.O. Promozione dell'Agricoltura del Comune di Roma ha accertato il possesso, in capo a Bonifiche Ferraresi, dei requisiti di imprenditore agricolo professionale (IAP). Ai sensi dell'articolo 1, comma 1, del Decreto Legislativo 29 marzo 2004, n. 99, è definito imprenditore agricolo professionale "(...) *colui il quale, in possesso di competenze e conoscenze professionali, dedichi alle attività agricole di cui all'articolo 2135 del C.C., direttamente o in qualità di Socio di Società almeno il 50% del proprio tempo di lavoro complessivo e che ricavi dalle attività medesime almeno il 50% del proprio reddito globale da lavoro. (...) Nel caso di Società di Capitali, l'attività svolta dagli amministratori della Società, in presenza dei predetti requisiti è idonea a far acquisire ai medesimi amministratori, la qualifica di I.A.P.*".

Le azioni di Bonifiche Ferraresi sono quotate sul MTA.

### **B.2.2 Legislazione di riferimento e foro competente**

BF è una società per azioni di diritto italiano, costituita in Italia ed operante in base alla legislazione italiana. Il foro generale competente in caso di controversie è quello della sede legale dell'Emittente, situata a Jolanda di Savoia (FE), Via Cavicchini n. 2.

### **B.2.3 Capitale sociale**

Il capitale di BF, costituito esclusivamente da azioni ordinarie, interamente liberate e assistite da diritto di voto sia nelle assemblee ordinarie sia in quelle straordinarie, è pari ad Euro 8.111.250,00 diviso in n. 7.875.000 azioni del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna.

Le Azioni BF sono quotate sul MTA.

#### Operazioni sul capitale

Nel giugno 2014, l'Offerente ha acquistato una quota di maggioranza del capitale di Bonifiche Ferraresi, con l'obiettivo di trasformare la società in un polo agricolo europeo di eccellenza per dimensione, capacità produttiva e qualità dell'offerta, mantenendola quotata in Borsa. L'acquisto ha avuto ad oggetto n. 3.396.100 azioni di Bonifiche Ferraresi, pari al 60,375% del capitale, al prezzo unitario di 30,50 Euro, per un corrispettivo globale di Euro 103.581.050. Successivamente al perfezionamento di tale compravendita, l'Offerente ha promosso una offerta pubblica di acquisto obbligatoria sulle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi che si è conclusa nel corso del mese di agosto 2014 e, ad esito dell'offerta, BF Holding è giunta a detenere complessivamente una partecipazione di n. 4.457.217 azioni, pari al 79,2394133% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi.

#### L'Aumento di Capitale BF 2015

In data 29 luglio 2015 il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha deliberato una proposta di aumento di capitale in forma scindibile e a pagamento, per l'ammontare complessivo di massimi Euro 32.000.000,00, inclusivo di eventuale sovrapprezzo, attuato mediante l'emissione di nuove azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,030 ciascuna. L'Aumento di Capitale BF 2015 era finalizzato a raccogliere le risorse finanziarie necessarie a supportare i progetti di espansione di cui al piano industriale 2015-2019, la cui approvazione era stata annunciata al mercato in data 16 dicembre 2014. In tale contesto, sempre in data 29 luglio 2015 l'Emittente, BF ed il Dott. Federico Vecchioni, Amministratore Delegato sia dell'Emittente che di BFH, in data 29 luglio 2015 hanno definito i termini e le condizioni di un accordo (**l'Accordo di Sottoscrizione e Garanzia**) in virtù del quale BFH si è impegnata, da un lato, a sottoscrivere e versare le porzioni di sua competenza dell'Aumento di Capitale BF 2015 e, dall'altro, a garantire la sottoscrizione e il versamento dell'eventuale porzione di tale aumento che fosse rimasta inoptata ad esito dell'offerta dei diritti di opzione non esercitati. Tale impegno era limitato dall'ammontare della provvista che BFH avrebbe a sua volta dovuto raccogliere dai propri soci ai fini di dare esecuzione all'Accordo di Sottoscrizione e Garanzia ed è stato assunto al netto di una porzione di inoptato di ammontare massimo di Euro 1.000.000,00 che sarebbe stata prioritariamente sottoscritta e versata dal Dott. Federico Vecchioni. Sempre l'Accordo di Sottoscrizione e Garanzia prevedeva inoltre che laddove l'inoptato risultasse di ammontare inferiore a Euro 1.000.000,00, esso sarebbe stato integralmente sottoscritto e versato dal Dott. Federico Vecchioni, il quale avrebbe acquisito in tal caso da BFH – al prezzo di emissione – un numero di azioni della Società di controvalore complessivo pari alla differenza tra Euro 1.000.000,00 e l'inoptato, assicurando in tal modo che il suo investimento complessivo sia comunque pari a un controvalore di Euro 1.000.000,00.

A servizio del puntuale e integrale adempimento degli impegni previsti in capo a BF ai sensi dell'Accordo di Sottoscrizione e Garanzia, l'assemblea straordinaria di BFH ha approvato in data 29 luglio 2015 due aumenti di capitale, il primo offerto in opzione agli allora azionisti di BFH (i.e. Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Aurelia S.r.l., Autosped G S.p.A., PER S.p.A., Sergio Dompé S.r.l.) ed il secondo riservato ad una compagine di nuovi investitori (i.e. Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a., Consorzio Agrario del Nordest S.C., Consorzio Agrario dell'Emilia S.C., Consorzio Agrario della Maremma Toscana S.C., Farchioni Olli S.p.A., Banca Popolare di Cortona S.c.p.a., OCRIM S.p.A., Bios Line S.p.A. e Società Italiana Sementi S.p.A.) dichiaratisi disponibili a fornire a BFH parte dei mezzi finanziari necessari ad adempiere agli impegni di sottoscrizione e garanzia.

Durante il periodo di offerta, iniziato il 23 novembre 2015 e conclusosi l'11 dicembre 2015, estremi inclusi sono stati esercitati n. 5.598.175 diritti di opzione per la sottoscrizione di n. 2.239.270 azioni, corrispondenti al 99,52% del totale delle azioni offerte, per un controvalore complessivo di Euro 31.842.419,40. I n. 26.825 diritti di opzione non esercitati nel periodo di offerta stati interamente venduti nel corso della prima seduta dell'offerta in borsa tenutasi il 15 dicembre 2015, per un ammontare complessivo pari a Euro 152.580,60. Successivamente all'offerta in borsa, sono state sottoscritte le n. 10.730 azioni rivenienti dall'esercizio di n. 26.825 diritti inoptati per un controvalore totale di Euro 152.580,60.

In esecuzione dei propri impegni di sottoscrizione e garanzia, BFH ha dunque sottoscritto n. 1.782.886 azioni di propria competenza, corrispondenti al 79,2394% del totale delle azioni offerte nell'ambito dell'Aumento di Capitale BF 2015, per l'importo complessivo di Euro 25.352.638,9 e ha trasferito al Dott. Vecchioni n. 70.323 azioni dell'Emittente per un controvalore pari a circa Euro 1.000.000,00, ad un prezzo unitario pari ad Euro 14,22.

L'offerta si è pertanto conclusa con l'emissione di n. 2.250.000 azioni, per un controvalore complessivo di Euro 31.995.000 pari al 100% dell'Offerta.

#### **B.2.4 Soci rilevanti**

Sulla base della documentazione a disposizione del pubblico, l'Emittente è qualificabile quale PMI ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. w-*quater*.1), del TUF in quanto rientra nei parametri previsti dalla suddetta norma. La soglia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'art. 120 del TUF è pari al 5% del capitale sociale con diritto di voto (cfr. art. 120, comma 2, del TUF).

Alla Data del Documento di Offerta, secondo quanto risulta dalle comunicazioni effettuate ai sensi dell'art. 120 TUF e dalle informazioni comunque disponibili all'Emittente, non vi sono soggetti che detengono, direttamente o indirettamente, partecipazioni pari o superiori al 5% del capitale sociale con diritto di voto di Bonifiche Ferraresi, ad eccezione dell'Offerente.

Sino alla Data del Documento di Offerta, Bonifiche Ferraresi non è stata soggetta ad attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 del Codice Civile.

#### **Patti parasociali**

In data 29 luglio 2015, i soci di BF Holding Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Aurelia S.r.l., Autosped G S.p.A., PER S.p.A., Sergio Dompé S.r.l., Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Agritrans S.r.l., Inalca S.p.A., Ornella Maria Randi Federspiel, Banca Popolare di Cortona S.c.p.a., Bios Line S.p.A., Consorzi Agrari d'Italia Società Consortile per Azioni, Consorzio Agrario dell'Emilia Società Cooperativa, Consorzio Agrario della Maremma Toscana Società Cooperativa (oggi, Consorzio Agrario del Tirreno S.c.), Consorzio Agrario del Nordest Società Cooperativa, Farchioni Olii S.p.A., Ocrim S.p.A., Società Italiana Sementi S.p.A. e la stessa BF Holding hanno perfezionato un patto parasociale, rilevante ai sensi dell'art. 122 comma 1 e comma 5, lett. a) e b) TUF (il **Patto Parasociale 2015**), che ha sostituito il precedente accordo parasociale del 9 giugno 2014 sottoscritto tra Fondazione Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Aurelia S.r.l., Autosped G S.p.A., PER S.p.A., Sergio Dompé S.r.l., Fondazione Cassa di Risparmio di Lucca, Agritrans S.r.l., Inalca S.p.A., Ornella Maria Randi Federspiel e BF Holding.

In data 13 febbraio 2017, contestualmente al perfezionamento dell'Accordo di Investimento, il Patto Parasociale 2015 si è sciolto.

Il Patto Parasociale 2015 disciplinava (i) i reciproci rapporti dei paciscenti quali soci di BF Holding – per tutta la sua durata e fino al suo scioglimento, che era previsto fosse perfezionato entro il 30 giugno 2016 – stabilendo regole necessarie per assicurare l'implementazione delle previsioni parasociali inerenti a Bonifiche Ferraresi, e (ii) i reciproci rapporti dei paciscenti quali futuri azionisti dell'Emittente a seguito dello scioglimento di BF Holding, stabilendo le regole di governance dell'Emittente.

Le informazioni essenziali relative al Patto Parasociale 2015 sono state pubblicate nel sito internet di Bonifiche Ferraresi: <http://www2.bonificheferraresi.it/patti-parasociali.html>, sezione "Patti parasociali".

#### **B.2.5 Organi di amministrazione e controllo**

BF adotta un sistema di governo societario tradizionale articolato sul consiglio di amministrazione e il collegio sindacale. Tale sistema risulta sostanzialmente adeguato alle raccomandazioni e alle regole del Codice di Autodisciplina delle società quotate predisposto dal comitato per la *corporate governance* delle società quotate di Borsa Italiana, al quale BF aderisce dal 4 agosto 2014.

Per ulteriori informazioni sulla *corporate governance* di BF, si rinvia alla "Relazione sulla *corporate governance*" allegata al bilancio consolidato dell'Emittente per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016, disponibile sul sito internet di BF, all'indirizzo <http://bonificheferraresi.it>.

##### **B.2.5.1 Consiglio di Amministrazione**

Bonifiche Ferraresi è amministrata da un consiglio di amministrazione il cui funzionamento è disciplinato dall'art. 12 dello statuto dell'Emittente.

#### **Composizione e funzionamento del Consiglio di Amministrazione**

Il Consiglio di Amministrazione in carica alla Data del Documento di Offerta è stato nominato dall'assemblea ordinaria dei soci in data 28 aprile 2017.

Esso è composto da n. 7 Consiglieri (tutti in possesso dei requisiti di professionalità e onorabilità), di cui n. 2 dotati dei requisiti di indipendenza richiesti dal TUF e dal Codice di Autodisciplina e, quindi, qualificabili come Amministratori indipendenti, e n. 3 (pari a un terzo del totale, arrotondato per eccesso) appartenenti al genere meno rappresentato. L'incarico è stato conferito per 3 esercizi, e precisamente fino alla data dell'assemblea ordinaria dei soci che sarà chiamata ad approvare il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2019, senza previsione di scadenze differenziate tra i diversi Consiglieri eletti.

Durante la riunione del 2 maggio 2017, il consiglio di amministrazione dell'Emittente ha nominato Federico Vecchioni quale Amministratore Delegato della società attribuendo al medesimo i poteri di amministrazione della società. Sempre in data 2 maggio 2017, il consiglio di amministrazione ha altresì nominato Presidente l'amministratore Rossella Locatelli.

Di seguito si indica la composizione del consiglio di amministrazione dell'Emittente all'esito delle determinazioni assunte dall'assemblea ordinaria dei soci del 28 aprile 2017 e dalla riunione del consiglio di amministrazione del 2 maggio 2017.

Nome e cognome	Carica
Rossella Locatelli	Presidente
Federico Vecchioni	Amministratore Delegato
Giovanni Canetta Roeder	Amministratore
Nathalie Francesca Maria Dompè	Amministratore
Alessandro Nova (*)	Amministratore
Valeria Petterlini	Amministratore
Alberto Antolini(*)	Amministratore

(\*) Amministratore in possesso dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 148, comma 3, TUF e dell'articolo 3 del Codice di Autodisciplina.

Di seguito si indicano i membri del consiglio di amministrazione dell'Emittente che ricoprono cariche nell'Offerente:

Nome e cognome	Carica
Rossella Locatelli	Presidente
Federico Vecchioni	Amministratore Delegato
Giovanni Canetta Roeder	Amministratore
Nathalie Francesca Maria Dompè	Amministratore
Valeria Petterlini	Amministratore

Tutti i componenti del consiglio di amministrazione sono domiciliati per la carica presso la sede legale dell'Emittente.

#### **B.2.5.2 Comitati interni all'Emittente**

In conformità a quanto previsto dal Codice di Autodisciplina, con delibera del consiglio di amministrazione del 2 maggio 2017 sono stati costituiti nell'ambito del consiglio di amministrazione:

- (i) ai sensi degli artt. 5 e 6 del Codice di Autodisciplina, il Comitato per le Nomine e per la Remunerazione BF;
- (ii) ai sensi dell'art. 7 del Codice di Autodisciplina, il Comitato Controllo e Rischi BF;
- (iii) ai sensi del Regolamento Consob n. 17221/2010, il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF.

Si riporta di seguito una sintetica descrizione dei compiti e del funzionamento nonché la composizione interna dei comitati.

#### Comitato per le Nomine e la Remunerazione BF

Al Comitato per le Nomine e la Remunerazione BF sono rimessi i compiti di cui ai Principi n. 5 e 6 del Codice di Autodisciplina e, in particolare, esso svolge le seguenti funzioni propositive e consultive a supporto delle decisioni del Consiglio di Amministrazione:

- (i) formula pareri al consiglio di amministrazione in merito alla dimensione e alla composizione dello stesso;



- (ii) esprime raccomandazioni in merito (i) alle figure professionali la cui presenza all'interno del Consiglio sia ritenuta opportuna nonché in merito; (ii) al numero massimo di incarichi di amministratore o sindaco in altre società quotate in mercati regolamentati, anche esteri, in società finanziarie, bancarie, assicurative o di rilevanti dimensioni, che possa essere considerato compatibile con un efficace svolgimento dell'incarico di Amministratore dell'emittente, tenendo conto della partecipazione ai comitati costituiti all'interno del consiglio;
- (iii) propone al consiglio di amministrazione candidati alla carica di amministratore nei casi di cooptazione, ove occorra sostituire Amministratori indipendenti;
- (iv) supporta il Consiglio di Amministrazione qualora quest'ultimo, compatibilmente con le disposizioni legislative vigenti, presenti una lista per il rinnovo del consiglio stesso;
- (v) propone l'adozione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche;
- (vi) valuta periodicamente l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione della politica per la remunerazione degli amministratori e dei dirigenti con responsabilità strategiche, avvalendosi a tale ultimo riguardo delle informazioni fornite dall'Amministratore Delegato; formula al consiglio di amministrazione proposte in materia;
- (vii) presenta proposte o esprime pareri al Consiglio di Amministrazione sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e degli altri amministratori che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di performance correlati alla componente variabile di tale remunerazione; monitora l'applicazione delle decisioni adottate dal consiglio di amministrazione verificando, in particolare, l'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance*.

Il consiglio di amministrazione di Bonifiche Ferraresi riunitosi in data 2 maggio 2017 ha nominato Alberto Antolini (Presidente), Alessandro Nova e Valeria Petterlini quali componenti del Comitato per le Nomine e la Remunerazione BF, dopo aver accertato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, ai sensi di quanto stabilito dal combinato disposto degli artt. 147-ter, comma quarto, e 148, comma terzo, del TUF, nonché dalle prescrizioni del Codice di Autodisciplina, in capo ai consiglieri Alberto Antolini e Alessandro Nova, ed avere accertato che i membri del comitato sono dotati di adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria e di politiche retributive.

#### Comitato Controllo e Rischi BF

Il Comitato Controllo e Rischi BF svolge funzioni propositive e consultive nei confronti del Consiglio in materia di controlli interni e di gestione dei rischi, nonché svolge attività di supporto, con adeguata attività istruttoria, al Consiglio in relazione alle decisioni di quest'ultimo in merito all'approvazione delle relazioni finanziarie periodiche.

Il Comitato Controllo e Rischi BF:

- (i) valuta, unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari e sentiti il revisore legale e il collegio sindacale, il corretto utilizzo dei principi contabili e, nel caso di gruppi, la loro omogeneità ai fini della redazione del bilancio consolidato;
- (ii) esprime pareri su specifici aspetti inerenti alla identificazione dei principali rischi aziendali;
- (iii) esamina le relazioni periodiche, aventi per oggetto la valutazione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, e quelle di particolare rilevanza predisposte dalla funzione di *internal audit*;
- (iv) monitora l'autonomia, l'adeguatezza, l'efficacia e l'efficienza della funzione di *internal audit*;
- (v) può chiedere alla funzione di *Internal Audit* lo svolgimento di verifiche su specifiche aree operative, dandone contestuale comunicazione al Presidente del Collegio Sindacale;
- (vi) riferisce al Consiglio, almeno semestralmente, in occasione dell'approvazione della relazione finanziaria annuale e semestrale, sull'attività svolta nonché sull'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- (vii) supporta con un'adeguata attività istruttoria le valutazioni e le decisioni del Consiglio relative alla gestione di rischi derivanti da fatti pregiudizievoli di cui il Consiglio stesso sia venuto a conoscenza.

In aggiunta alle funzioni di cui sopra, il consiglio ha attribuito al Comitato Controllo e Rischi BF il compito di verificare, in via continuativa, l'andamento dell'impresa rispetto al *business plan* e al *budget* annuale, identificando eventuali rischi e il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con

gli obiettivi strategici individuati. Tale attribuzione, che integra le funzioni previste dal Criterio applicativo 7.C.2 del Codice di Autodisciplina, fornisce un importante supporto istruttorio al consiglio di amministrazione nella valutazione dei rischi aziendali connessi all'attività di definizione del piano industriale e nella misurazione e controllo dei rischi nel corso della sua implementazione.

Il comitato fornisce il proprio parere al consiglio di amministrazione ai fini della:

- (i) espletamento da parte del consiglio di amministrazione dei compiti a quest'ultimo affidati dal Codice di Autodisciplina in materia di controllo interno e gestione dei rischi;
- (ii) definizione (da parte del consiglio di amministrazione) delle linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, in modo che i principali rischi afferenti all'Emittente e alle sue controllate risultino correttamente identificati, nonché adeguatamente misurati, gestiti e monitorati, determinando inoltre il grado di compatibilità di tali rischi con una gestione dell'impresa coerente con gli obiettivi strategici individuati;
- (iii) valutazione (da parte del consiglio di amministrazione), con cadenza almeno annuale, dell'adeguatezza del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rispetto alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, nonché la sua efficacia;
- (iv) approvazione (da parte del consiglio di amministrazione), con cadenza almeno annuale, del piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *internal audit*, sentiti il collegio sindacale e l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi;
- (v) descrizione nella relazione sul governo societario (da parte del consiglio di amministrazione), delle principali caratteristiche del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e le modalità di coordinamento tra i soggetti in esso coinvolti, esprimendo la propria valutazione sull'adeguatezza dello stesso;
- (vi) valutazione (da parte del consiglio di amministrazione), sentito il collegio sindacale, dei risultati esposti dal revisore legale nella eventuale lettera di suggerimenti e nella relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale;
- (vii) nomina e revoca (da parte del consiglio di amministrazione) del responsabile della funzione di *internal audit*; verifica dell'adeguatezza delle risorse di cui il responsabile della funzione di *internal audit* è dotato rispetto all'espletamento delle proprie responsabilità; definizione (da parte del consiglio di amministrazione) della remunerazione del responsabile della funzione di *internal audit* coerentemente con le politiche aziendali.

Il consiglio di amministrazione di Bonifiche Ferraresi riunitosi in data 2 maggio 2017 ha nominato Alessandro Nova (Presidente), Alberto Antolini e Rossella Locatelli quali componenti del Comitato Controllo e Rischi BF, dopo aver accertato la sussistenza dei requisiti di indipendenza, ai sensi di quanto stabilito dal combinato disposto degli artt. 147-ter, comma quarto, e 148, comma terzo, del TUF, nonché dalle prescrizioni del Codice di Autodisciplina, in capo a tutti i Consiglieri ed avere accertato che i membri del comitato sono dotati di adeguata esperienza in materia contabile e finanziaria e di gestione dei rischi.

#### Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF svolge i compiti ad esso riservati dal Regolamento Parti Correlate Consob, come previsti nella Procedura per le Operazioni con Parti Correlate, attualmente in vigore e adottata da Bonifiche Ferraresi in data 16 dicembre 2014 in ottemperanza a tale Regolamento.

Tale procedura, che disciplina il procedimento decisionale e la disciplina informativa riguardante le operazioni con parti correlate, è pubblicata sul sito *internet* di Bonifiche Ferraresi ([www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it) – sezione "Governance").

Il consiglio di amministrazione di Bonifiche Ferraresi riunitosi in data 2 maggio 2017 ha nominato Alessandro Nova (Presidente), Alberto Antolini e Rossella Locatelli quali membri del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF. La composizione è in linea con le prescrizioni del Codice di assicurare una maggioranza di amministratori indipendenti, con Presidente scelto fra gli amministratori indipendenti. In conformità a quanto previsto dal Regolamento Parti Correlate, non essendo in carica almeno due amministratori indipendenti, eventuali operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza saranno approvate previa definizione, da parte del consiglio di amministrazione dell'Emittente, di presidi a tutela della correttezza sostanziale dell'operazione.

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate BF si riunisce in tempo utile in vista della data prevista per l'approvazione e/o l'esecuzione dell'operazione.

Il parere del comitato ha natura non vincolante per le “operazioni di minore rilevanza” e vincolante per le “operazioni di maggiore rilevanza (entrambe come definite e individuate nella procedura medesima, ai sensi di quanto previsto nel Regolamento Parti Correlate). Il Comitato per le Operazioni Parti Correlate BF, nel formulare il proprio parere, svolge anche considerazioni di merito sull’interesse della Società al compimento dell’operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

### **B.2.6 Collegio Sindacale**

Ai sensi dell’art. 24 dello statuto sociale di Bonifiche Ferraresi, il collegio sindacale della società è composto da 5 membri, di cui 3 sindaci effettivi e 2 sindaci supplenti, nominati e funzionanti a norma di legge. Il collegio sindacale dell’Emittente in carica alla Data del Documento di Offerta è stato nominato dall’assemblea ordinaria dei soci tenutasi in data 28 aprile 2017. L’incarico conferito ai sindaci scadrà alla data dell’assemblea ordinaria convocata per l’approvazione del bilancio al 31 dicembre 2019.

Gli attuali componenti del collegio sindacale dell’Emittente sono riportati nella tabella che segue:

<b>Nome e cognome</b>	<b>Carica</b>
Giovanni Mei	Presidente
Luisa Polignano	Sindaco effettivo
Marco Spadacini	Sindaco effettivo
Maria Pia Cutellè	Sindaco supplente
Alberto Quaglia	Sindaco supplente

Tutti i componenti del Collegio Sindacale sono domiciliati per la carica presso la sede legale della Società.

#### **B.2.6.1 Potenziale conflitto di interesse dei membri del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale di BF**

Federico Vecchioni, in quanto (i) amministratore delegato dell’Offerente, (ii) amministratore delegato di Bonifiche Ferraresi, (iii) socio di BF in quanto titolare di n. 70.323 azioni di Bonifiche Ferraresi, rappresentanti lo 0,893% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi, oggetto dell’Offerta, e (iv) amministratore delegato di Consorzi Agrari d’Italia S.c.p.a. (socio dell’Offerente), è in una situazione di potenziale conflitto di interessi.

Al riguardo, si segnala che Federico Vecchioni, in occasione delle riunioni:

- (i) del Consiglio di Amministrazione del 13 febbraio 2017 che ha approvato il Progetto Industriale e l’Operazione ivi contemplata;
- (ii) del consiglio di amministrazione dell’Emittente del 13 febbraio 2017 che ha visionato le linee guida del Progetto Industriale allegate all’Accordo di Investimento e, previo parere positivo del Comitato Controllo e Rischi BF, riunitosi in pari data, ha valutato positivamente la valenza industriale del Progetto Industriale predisposto da BFH, nei termini rappresentati dalle predette linee guida
- (iii) del Consiglio di Amministrazione del 10 aprile 2017, con riferimento all’adozione della delibera avente ad oggetto la proposta di determinazione del Corrispettivo Alternativo,

previa dichiarazione di essere portatore di un interesse ai sensi dell’art. 2391 del Codice Civile, si è astenuto dalla votazione delle suddette delibere.

#### **B.2.6.2 Revisione legale dei conti**

La società incaricata della revisione legale dei conti per l’Emittente è Deloitte e Touche S.p.A., con sede in Via Tortona 25, Milano.

In data 17 aprile 2012, l’assemblea ordinaria dei soci dell’Emittente ha conferito alla Società di Revisione l’incarico di revisione legale dei conti di BF per gli esercizi fino al 31 dicembre 2020.

La Società di Revisione ha pertanto svolto l’attività di revisione legale in relazione ai bilanci di esercizio al 31 dicembre 2012, al 31 dicembre 2013, al 31 dicembre 2014, al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2016, nonché la verifica della regolare tenuta della contabilità sociale e di corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili nel corso degli stessi esercizi.

La Società di Revisione ha emesso le proprie relazioni senza rilievi sui bilanci di esercizio al 31 dicembre 2012, al 31 dicembre 2013, al 31 dicembre 2014, al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2016

Relativamente al periodo cui si riferiscono le informazioni finanziarie contenute nel Documento di Offerta, la Società di Revisione non è receduta né è stata rimossa dall’incarico.

### **B.2.7 Attività**

Bonifiche Ferraresi, società quotata nel MTA che opera in ambito nazionale ed è attiva nella coltivazione e commercializzazione di prodotti agricoli.

Si fornisce di seguito una descrizione dei settori di operatività dell'Emittente alla Data del Documento di Offerta.

#### Settore agricolo

L'Emittente opera in ambito nazionale nel settore agricolo attraverso la coltivazione e vendita rivolta ad industrie, a strutture distributive e/o a catene della GDO, di prodotti agricoli, come grano tenero e duro, orzo, barbabietola da zucchero, riso, soia, girasole, erba medica, mele e pere, orticole, legumi e piante officinali.

#### Settore servizi

A partire dal 2015 è stata avviata un'attività di servizi specializzati a favore di operatori del settore agricolo e agroindustriale, aventi ad oggetto la diffusione ed implementazione di soluzioni tecnologiche innovative applicate all'agricoltura e all'agroindustria.

#### Settore immobiliare

L'Emittente opera, in via residuale, nel settore immobiliare attraverso la gestione del proprio patrimonio, composto prevalentemente da fabbricati concessi in locazione e situati a Roma, nella provincia di Ferrara, nella provincia di Arezzo e nella provincia di Oristano.

#### Settore fotovoltaico

L'Emittente opera, di nuovo in via residuale, nella vendita di energia elettrica prodotta tramite gli impianti fotovoltaici di proprietà, realizzati sul lastrico solare di alcuni fabbricati di proprietà del Gruppo, aventi una capacità installata di circa 1 MW.

In attuazione di quanto previsto nel Vecchio Piano BF, BF, ricorrendo ai proventi derivanti dall'Aumento di Capitale BF 2015, ha realizzato quanto segue:

- (i) spianamento e drenaggio dei terreni finalizzati ad efficientare l'utilizzo delle risorse idriche e a recuperare superfici coltivabili;
- (ii) realizzazione di impianti irrigui al fine di avere migliore duttilità dei terreni per colture a maggiore redditività;
- (iii) ristrutturazione degli edifici adibiti a sede societaria;
- (iv) creazione di una filiera Zootecnica integrata;
- (v) internalizzazione di fasi produttive con prima lavorazione del prodotto;
- (vi) ammodernamento ed adeguamento tecnico dei macchinari;
- (vii) sviluppo di una piattaforma di ricerca e sviluppo che contribuisca a rendere la Società un polo di riferimento del settore.

#### Principali mercati

L'Emittente è presente e attivo nei seguenti mercati, in ambito nazionale:

- (i) mercato della produzione e vendita di prodotti agricoli e in particolare:
  - a. cereali (grano tenero e duro, riso e orzo);
  - b. oleaginose (soia, girasole);
  - c. barbabietola da zucchero;
  - d. frutta;
  - e. orticole;
  - f. piante officinali;
- (ii) mercato di servizi a favore di operatori agricoli e agroindustriali;
- (iii) mercato immobiliare;
- (iv) mercato della produzione e vendita di energia elettrica.

#### **B.2.8 Andamento recente e prospettive dell'Emittente**

Si riportano di seguito gli schemi contabili di stato patrimoniale, conto economico, rendiconto finanziario e prospetto delle variazioni di patrimonio netto di Bonifiche Ferraresi al 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014.

SITUAZIONE PATRIMONIALE-FINANZIARIA			
<i>(in migliaia di Euro)</i>			
ATTIVO	31/12/16	31/12/15	31/12/14
<b>ATTIVO NON CORRENTE</b>			
Immobilizzazioni materiali	163.394	134.541	134.498
<i>di cui parti correlate</i>	5.085	0	0
Investimenti immobiliari	18.440	17.673	13.825
Attività biologiche	1.168	1.174	1.331
Immobilizzazioni immateriali	25	14	13
Attività finanziarie	115	115	116
Crediti	112	83	84
<b>TOTALE ATTIVO NON CORRENTE</b>	<b>183.254</b>	<b>153.600</b>	<b>149.867</b>
<b>ATTIVO CORRENTE</b>			
Rimanenze	7.778	4.967	4.056
Attività biologiche	1.376	1.139	1.224
Crediti verso clienti	4.368	2.474	2.180
<i>di cui parti correlate</i>	884	0	0
Altre attività correnti	6.132	2.851	1.523
Disponibilità liquide	16.125	28.595	751
<b>TOTALE ATTIVO CORRENTE</b>	<b>35.779</b>	<b>40.026</b>	<b>9.734</b>
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>219.033</b>	<b>193.626</b>	<b>159.601</b>
<b>PASSIVO</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>			
Capitale Sociale	8.111	8.111	5.794
Riserva di Fair value	1.197	1.171	371
Altre riserve	107.586	107.605	78.196
Utili indivisi	37.382	31.129	30.905
Utile (perdita) dell'esercizio	2.035	6.768	489
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>156.311</b>	<b>154.784</b>	<b>115.755</b>
<b>PASSIVO NON CORRENTE</b>			
Fondo per imposte differite	28.358	28.319	33.793
Benefici ai dipendenti	322	360	372
Finanziamenti a lungo termine	11.769	3.981	4.305
Altri Fondi	40	40	40
Altri debiti non correnti	1.629	1.271	1.151
<b>TOTALE PASSIVO NON CORRENTE</b>	<b>42.118</b>	<b>33.971</b>	<b>39.661</b>
<b>PASSIVO CORRENTE</b>			
Debiti verso fornitori	9.336	2.189	1.225
<i>di cui parti correlate</i>	436	12	0
Finanziamenti a breve termine	8.642	1.031	1.245
Altri debiti correnti	2.626	1.651	1.715
<i>di cui parti correlate</i>	290	0	52
<b>TOTALE PASSIVO CORRENTE</b>	<b>20.604</b>	<b>4.871</b>	<b>4.185</b>
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>219.033</b>	<b>193.626</b>	<b>159.601</b>

L'incremento dell'Attivo non corrente è riferibile sostanzialmente agli investimenti realizzati nel corso del 2015 e del 2016, come previsto nel Vecchio Piano BF. I principali interventi hanno riguardato la realizzazione

dell'eco-distretto zootecnico, del polo di ricerca, dello stabilimento per la lavorazione e confezionamento di riso ed orzo, dello stabilimento per la lavorazione di piante officinali e orticole, degli impianti di irrigazione dell'azienda presente in Toscana e l'acquisto di macchinari.

L'attivo corrente mostra un incremento significativo, passando da Euro 9,7 milioni al 31/12/2014 a Euro 40 milioni al 31/12/2015, principalmente per la presenza di maggiori disponibilità liquide rivenienti dal versamento dell'aumento di capitale sociale perfezionatosi a dicembre 2015 per complessivi 31,9 milioni di Euro.

Il decremento netto rilevato nel corso del 2016 è invece il risultato dell'incremento delle rimanenze di magazzino (si tratta delle materie prime prodotte e destinate all'attività zootecnica), dell'incremento dei crediti commerciali (conseguente all'aumento del fatturato) e dell'incremento delle altre attività correnti (le quali comprendono 3,5 milioni di Euro di credito IVA maturato a fronte degli ingenti investimenti eseguiti) e del decremento delle disponibilità liquide, destinate alla copertura degli investimenti eseguiti.

L'aumento del patrimonio netto dal 2014 al 2015 è da imputare principalmente all'aumento del capitale sociale avvenuto a dicembre 2015 e della relativa riserva di sovrapprezzo azioni. L'utile rilevato nel 2015 comprendeva il valore dell'adeguamento della fiscalità differita conseguente all'abolizione dell'IRAP sulle attività agricole, a partire dall'esercizio 2016, e all'applicazione della nuova aliquota IRES (dal 27,5% al 24%), a partire dal 2017, che ha generato un componente positivo complessivo di 5,9 milioni di Euro.

L'incremento del patrimonio netto dal 2015 al 2016 è da imputare principalmente all'utile rilevato nel 2016.

Il decremento rilevato nel Passivo non corrente nel 2015 è da imputare principalmente all'adeguamento della fiscalità differita sopra citata, mentre l'incremento rilevato nel 2016 è da imputare al contratto di finanziamento con Unicredit stipulato a dicembre 2016 per 12,5 milioni di Euro e all'estinzione anticipata dei sei precedenti mutui.

L'incremento del passivo non corrente è da attribuire all'aumento dei debiti verso fornitori, in conseguenza degli investimenti realizzati nel corso del 2015 e del 2016, e all'utilizzo temporaneo di linee di credito, destinato in parte all'estinzione dei mutui avvenuta nel secondo semestre 2016, in attesa di perfezionare un'operazione di consolidamento a condizioni favorevoli, ed in parte al pagamento degli investimenti, nelle more dell'incasso dei crediti IVA maturati nell'esercizio per effetto del rilevante valore di investimenti eseguiti e regolarmente chiesti a rimborso.

<b>CONTO ECONOMICO</b>			
<i>(in migliaia di Euro)</i>			
<b>COMPONENTI ECONOMICHE</b>	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
Ricavi delle vendite	9.285	8.516	10.180
<i>di cui parti correlate</i>	31	0	
Variazione delle rimanenze di prodotti in corso			
di lavorazione, semilavorati e finiti	2.685	712	(267)
Altri proventi	5.949	5.854	3.452
<i>di cui parti correlate</i>	1.392	0	
Incrementi per lavori interni	379	249	73
<b>VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>18.298</b>	<b>15.331</b>	<b>13.438</b>
<b>COSTI OPERATIVI</b>			
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	(362)	(115)	39
Costi per materie prime, sussidiarie, consumo e merci	3.982	2.746	2.640
<i>di cui parti correlate</i>	999	0	0
Costi per servizi e godimento beni di terzi	4.826	3.900	3.404
<i>di cui parti correlate</i>	22	10	0
Costi per il personale	3.950	3.194	3.432
			300
Ammortamenti e svalutazioni	1.794	2.450	2.084
Altri costi operativi	1.508	1.488	1.344
<i>di cui parti correlate</i>	84	0	
<b>TOTALE COSTI OPERATIVI</b>	<b>15.698</b>	<b>13.663</b>	<b>12.943</b>
<b>RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>2.600</b>	<b>1.668</b>	<b>495</b>

<b>PROVENTI ED ONERI FINANZIARI</b>	<b>(274)</b>	<b>(214)</b>	<b>313</b>
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>2.326</b>	<b>1.454</b>	<b>808</b>
Imposte sul reddito del periodo	(291)	5.314	(319)
<i>di cui non ricorrenti</i>	0	5.917	
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>2.035</b>	<b>6.768</b>	<b>489</b>
Utile (perdita) per azione <i>(in Euro)</i> :			
- base	0,258410	1,185108	0,086900
- diluito	0,258410	1,185108	0,086900
<b>CONTO ECONOMICO COMPLESSIVO</b>			
<i>(in migliaia di Euro)</i>			
	<b>31/12/16</b>	<b>31/12/15</b>	<b>31/12/14</b>
<b>RISULTATO DEL PERIODO</b>	<b>2.035</b>	<b>6.768</b>	<b>489</b>
Iscrizione al fair value di immobili divenuti investimenti immobiliari			0
(Riserva da fair value cespiti)	36	1.110	0
Effetto fiscale	(10)	(310)	0
Utile (Perdita) attuariale su piani a benefici definiti	(3)	16	(25)
<b>Totale altri utili/perdite al netto effetto fiscale</b>	<b>23</b>	<b>816</b>	<b>(25)</b>
<b>RISULTATO COMPLESSIVO DEL PERIODO</b>	<b>2.058</b>	<b>7.584</b>	<b>464</b>
Utile (perdita) per azione <i>(in Euro)</i>			
- base	0,261419	1,328095	0,086900
- diluito	0,261419	1,328095	0,086900

I ricavi delle vendite del 2016 sono pari a 9,3 milioni di Euro rispetto a 8,5 milioni di Euro rilevati nel 2015 con un aumento del 9%. I ricavi delle vendite del 2015, pari a 8,5 milioni di Euro rispetto a 10,2 milioni rilevati nello stesso periodo del 2014, mostrano una riduzione del 16%, dovuta a minori quantità vendute.

Il valore della produzione del 2016 si è attestato a 18,3 milioni di Euro contro 15,3 milioni del 2015 con un aumento del 19%. La voce comprende contributi in conto esercizio relativi alla misura agroambientale per 0,8 milioni di Euro, non presenti nel 2015, i ricavi per prestazioni di servizi svolti a favore di alcuni operatori agricoli per un importo di 1,3 milioni di Euro, rispetto a 0,4 milioni di Euro del 2015.

Il valore della produzione 2015, pari a 15,3 milioni di Euro contro 13,4 milioni del 2014, registra un aumento del 14%. La voce comprende la plusvalenza riveniente dalla vendita di un immobile di proprietà della Società per un importo di 0,5 milioni di Euro, l'adeguamento al *fair value* di investimenti immobiliari di proprietà per 1,3 milioni di Euro e i ricavi per prestazioni di servizi svolti a favore di alcuni operatori agricoli per un importo di 0,4 milioni di Euro.

Il risultato operativo del 2016 è di 2,6 milioni di Euro, a fronte di un valore di 1,7 milioni di Euro del 2015. Rispetto all'esercizio precedente sono presenti minori svalutazioni di immobili per 945 migliaia di Euro.

Il risultato operativo del 2015, pari a 1,7 milioni di Euro a fronte di un valore di 0,5 milioni di Euro del 2014, comprende l'adeguamento al *fair value* degli immobili di proprietà della Società, determinato sulla base di una perizia di stima al 31 dicembre 2015, e la plusvalenza riveniente dalla vendita dell'immobile già citata.

Il risultato della gestione finanziaria 2016 è negativo di 0,3 milioni di Euro sostanzialmente in linea rispetto al 2015. Il risultato della gestione finanziaria 2014 è positivo di 0,3 milioni di Euro e discende dai risultati della vendita dei titoli in portafoglio effettuata nell'esercizio, che ha comportato la rilevazione di plusvalenze per 0,5 milioni di Euro.

Il risultato prima delle imposte dell'esercizio 2016 si attesta a 2,3 milioni di Euro a fronte di un valore di 1,4 milioni di Euro del 2015 e di 0,8 milioni di Euro del 2014.

Al netto delle imposte, l'esercizio 2016 chiude con un risultato positivo di 2 milioni di Euro a fronte di un risultato netto positivo rilevato nel 2015 di 6,8 milioni di Euro. Quest'ultimo valore comprendeva il valore dell'adeguamento, operato nel 2015, della fiscalità differita conseguente all'abolizione dell'IRAP sulle attività agricole, a partire dall'esercizio 2016, e all'applicazione della nuova aliquota IRES (dal 27,5% al 24%), a partire dal 2017, che ha generato un componente positivo complessivo di 5,9 milioni di Euro. Il risultato netto del 2014 è stato di 0,5 milioni di Euro.

<b>- RENDICONTO FINANZIARIO</b>			
<i>(in migliaia di Euro)</i>			
	<b>31/12/2016</b>	<b>31/12/2015</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>ATTIVITA' OPERATIVA</b>			
<b>Risultato ante imposte</b>	<b>2.326</b>	<b>1.454</b>	<b>808</b>
Rettifiche per :			
- Ammortamenti	1.670	1.379	1.277
- Variazione Benefici ai dipendenti	4	5	25
- Contributi c/impianti	(91)	(99)	(164)
- Svalutazioni/Rivalutazioni Imm.ni Materiali	(100)	(282)	663
- Sopravvenienze attive/passive	103	(46)	18
<b>Flussi di cassa dell'attività operativa ante variazioni del capitale circolante</b>	<b>3.912</b>	<b>2.411</b>	<b>2.627</b>
- Variazione netta dei crediti commerciali	(1.894)	(294)	(535)
- Variazione delle rimanenze finali	(3.048)	(826)	304
- Variazione delle altre attività correnti	(3.195)	(958)	133
- Variazione dei debiti commerciali	3.045	250	393
- Variazione delle altre passività correnti	686	100	(43)
<b>Flussi di cassa generati dalla variazione del capitale circolante</b>	<b>(4.406)</b>	<b>(1.728)</b>	<b>252</b>
- Pagamento imposte	(72)	(759)	(383)
- Oneri finanziari non corrisposti	(5)	(53)	(50)
- Quota 2015 della remunerazione variabile a medio/lungo termine	260	136	0
- TFR corrisposto a dipendenti	(63)	(18)	0
<b>A. FLUSSO DI CASSA GENERATO DALL'ATTIVITA' OPERATIVA</b>	<b>(374)</b>	<b>(11)</b>	<b>2.446</b>
- Investimenti/disinvestimenti immobilizzazioni finanziarie		0	1.954
- Variazioni depositi cauzionali	(29)	(1)	(8)
- Investimenti/disinvestimenti immobilizzazioni materiali e immateriali (*)	(26.774)	(3.201)	(464)
<b>B. VARIAZIONI GENERATE DA ATTIVITA' DI INVESTIMENTO</b>	<b>(26.803)</b>	<b>(3.202)</b>	<b>1.482</b>
- Aumento capitale sociale		31.995	
- Costi per aumento capitale sociale		(336)	0
- Rimborsi mutui al netto delle accensioni	15.219	613	(307)
- Pagamento di dividendi	(512)	(281)	(225)
<b>C. FLUSSO DI CASSA GENERATO DALL'ATTIVITA' FINANZIARIA</b>	<b>14.707</b>	<b>31.991</b>	<b>(532)</b>
<b>D. INCREMENTO (DECREMENTO) NETTO DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE (A+B+C)</b>	<b>(12.470)</b>	<b>28.778</b>	<b>3.396</b>
<b>E. DISPONIBILITA' LIQUIDE ALL'INIZIO DELL'ESERCIZIO</b>	<b>28.595</b>	<b>(183)</b>	<b>(3.579)</b>
<b>F. DISPONIBILITA' MONETARIE FINALI (E+D)</b>	<b>16.125</b>	<b>28.595</b>	<b>(183)</b>
<i>(*) importo corrispondente all'effettivo esborso finanziario</i>			

Il flusso di cassa complessivo per l'esercizio 2016 è stato negativo di 12,5 milioni di Euro. In particolare, l'attività operativa ha prodotto nel 2016 un flusso negativo di cassa in conseguenza dell'incremento delle giacenze di magazzino, in particolare di quelle delle materie destinate alla zootecnia, nonché della rilevazione di crediti IVA di oltre 3,5 milioni di Euro maturati per effetto degli investimenti eseguiti. L'attività di investimento ha assorbito nel 2016 cassa per 26,8 milioni di Euro, coperta con le disponibilità rivenienti dall'aumento di capitale sociale avvenuto a dicembre 2015. L'attività finanziaria ha generato nel 2016 14,7 milioni di Euro in conseguenza della stipula del contratto di finanziamento con Unicredit, tenuto conto dell'estinzione anticipata dei mutui in essere, dell'utilizzo delle linee di credito e del pagamento dei dividendi relativi all'esercizio 2015.



Il flusso di cassa complessivo per l'esercizio 2015 è stato positivo di 28,8 milioni di Euro. L'attività operativa sostanzialmente non ha prodotto né assorbito flussi di cassa, mentre l'attività di investimento ha assorbito cassa per Euro 3,2 milioni e quella finanziaria ha generato cassa per 31,9 milioni di Euro, principalmente per effetto del già citato aumento di capitale sociale.

Il flusso di cassa complessivo per l'esercizio 2014 è stato positivo di 3,4 milioni di Euro. L'attività operativa ha generato cassa per 2,4 milioni di Euro, l'attività di investimento ha generato flussi di cassa per 1,5 milioni di Euro, principalmente per effetto della cessione dei titoli in portafoglio, mentre l'attività finanziaria ha assorbito cassa per 0,5 milioni di Euro.

PROSPETTO DELLE VARIAZIONI DEL PATRIMONIO NETTO														
<i>(in migliaia di Euro)</i>														
	Capitale sociale	Riserve di fair value			Altre riserve					Riserva Legale	Riserva Straordinaria	Riporto utili a nuovo	Utile (perdita) dell'esercizio	Totale Patrimonio netto
		Riserve di Fair value cespiti	Riserve di Fair value titoli	Rivalut.	Riserva da Riv. L.72/1983	Riserva da Riv. L. 413/91	Riserva da Riv. L.342/2000	sovrapprezzo	Riserva da transizione agli IAS					
<b>Saldi al 01/01/2014</b>	5.794	371	437	457	48	2.179	252	0	75.260	1.158	23.495	6.257	245	11.593
Distribuzione dividendo											20		(245)	(225)
Variazione imposte differite			(5)											(5)
Recupero riserva IFRS vendite titoli			(432)											(432)
Perdita attuariale TFR												(25)		(25)
Risultato al 31/12/14													489	489
<b>Saldi al 31/12/2014</b>	5.794	371	0	457	48	2.179	252	0	75.260	1.158	23.515	6.232	489	11.575
<b>Saldi al 01/01/2015</b>	5.794	371	0	457	48	2.179	252	0	75.260	1.158	23.515	6.232	489	11.575
Ripartizione Utile 2014 - distribuzione													(28)	(281)

dividendo													1)	)
- assegnazione a riserva straordinaria										20			(2	)
Aumento capitale sociale	2.317						29.409			8			8)	0
Iscrizione al fair value di immobili divenuti investimenti immobiliari		800	0											31
Componente positiva attuariale TFR											16			.7
Risultato al 31/12/15													6.	26
													7	0
													6.	80
													8	0
													8	0
													8	0
<b>Saldi al 31/12/2015</b>	<b>8.111</b>	<b>1.171</b>	<b>0</b>	<b>457</b>	<b>48</b>	<b>2.179</b>	<b>252</b>	<b>29.409</b>	<b>75.260</b>	<b>1.158</b>	<b>23.723</b>	<b>6.248</b>	<b>6.768</b>	<b>154</b>
<b>Saldi al 01/01/2016</b>	<b>8.111</b>	<b>1.171</b>	<b>0</b>	<b>457</b>	<b>48</b>	<b>2.179</b>	<b>252</b>	<b>29.409</b>	<b>75.260</b>	<b>1.158</b>	<b>23.723</b>	<b>6.248</b>	<b>6.768</b>	<b>154</b>
Ripartizione Utile 2015														
- distribuzione dividendo													(5	(5
- assegnazione a riserva legale										338			1	)
- assegnazione a riserva straordinaria													(3	0
Iscrizione al fair value di immobili divenuti investimenti immobiliari		26									1		8)	0
Adeguamento fiscalità differita													(1	0
Reversal imposte spese aumento capitale sociale								(19)					)	26
Componente positiva attuariale TFR												5.917	(5	0
Risultato al 31/12/16													9	0
													7)	(1
														9)
														(3
														)
														2.
														0
														3
														5
<b>Saldi al 31/12/2016</b>	<b>8.111</b>	<b>1.197</b>	<b>0</b>	<b>457</b>	<b>48</b>	<b>2.179,00</b>	<b>252</b>	<b>29.390</b>	<b>75.260</b>	<b>1.496</b>	<b>23.724</b>	<b>12.162</b>	<b>2.035</b>	<b>151</b>

Le variazioni delle voci di patrimonio netto sono state commentate nell'ambito dell'esame sopra svolto con riferimento alla situazione patrimoniale-finanziaria, al quale si fa rinvio.

Si riporta di seguito la tabella della posizione finanziaria netta alla data del 31 dicembre 2016, 31 dicembre 2015 e 31 dicembre 2014.

<i>(in migliaia di Euro)</i>			
	31/12/16	31/12/15	31/12/14
CASSA	1	3	3
ALTRE DISPONIBILITA' LIQUIDE EQUIVALENTI	16.124	28.592	748
TITOLI DETENUTI PER LA NEGOZIAZIONE	0	0	0
<b>LIQUIDITA'</b>	<b>16.125</b>	<b>28.595</b>	<b>751</b>
<b>CREDITI FINANZIARI CORRENTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
DEBITI BANCARI CORRENTI	(8.000)	0	(934)
PARTE CORRENTE DELL'INDEBITAMENTO NON CORRENTE	(642)	(324)	(311)
ALTRI DEBITI FINANZIARI CORRENTI	0	(707)	0
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO CORRENTE NETTO</b>	<b>7.483</b>	<b>27.564</b>	<b>(494)</b>
DEBITI BANCARI NON CORRENTI	(11.769)	(3.981)	(4.305)
OBBLIGAZIONI EMESSE	0	0	0
ALTRI DEBITI NON CORRENTI	0	0	0
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NON CORRENTE</b>	<b>(11.769)</b>	<b>(3.981)</b>	<b>(4.305)</b>
<b>INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO</b>	<b>(4.286)</b>	<b>23.583</b>	<b>(4.799)</b>

La posizione finanziaria netta della Società mostra dal 2014 al 2015 un miglioramento per effetto dell'incasso riveniente dal versamento dell'aumento di capitale sociale perfezionatosi a dicembre 2015 per complessivi 31,9 milioni di Euro. Il decremento rilevato dal 2015 al 2016 è da attribuire agli investimenti operati nel corso dell'esercizio 2016.

Si riportano di seguito le posizioni di debito e di credito verso parti correlate alla data del 31 dicembre 2016.

PARTI CORRELATE	CREDITI V/CLIENTI	DEBITI V/FORNITORI	ALTRI DEBITI CORRENTI
<b>(in migliaia di euro)</b>			
B.F.HOLDING	181	0	290
TECNO-STAR DUE SRL (1)	0	0	0
SOCIETA' ITALIANA SEMENTI (2)	48	0	0
CONSORZIO AGRARIO DELL'EMILIA SOC.COOP. (2)	21	292	0
CONSORZIO AGRARIO DEL TIRRENO (2)	24	77	0
CONSORZI AGRARI D'ITALIA S.C.P.A. (2)	0	0	0
CONSORZIO AGRARIO DEL NORD EST (2)	0	67	0
OCRIM SPA (2)	610	0	0
	<b>884</b>	<b>436</b>	<b>290</b>

(1) Società controllata da azionista di BF Holding S.p.A.

(2) Azionisti di BF Holding S.p.A.

Per ulteriori informazioni sull'andamento recente di BF, si rinvia alla "Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2016", alla "Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2015" e alla "Relazione finanziaria annuale al 31 dicembre 2014" disponibili sul sito internet di BF, all'indirizzo [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it).

### **B.3 Intermediari**

L'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni all'Offerta tramite sottoscrizione e consegna della apposita Scheda di Adesione è Equita.

Gli intermediari incaricati della raccolta delle adesioni all'Offerta, autorizzati a svolgere la loro attività in Italia, tramite sottoscrizione e consegna della Scheda di Adesione (gli **Intermediari Incaricati**) sono i seguenti:

1. BNP Paribas Securities Services - Succursale Di Milano;
2. ISTITUTO CENTRALE DELLE BANCHE POPOLARI ITALIANE S.p.A.;
3. Banca Monte Dei Paschi Di Siena S.p.A.;
4. Equita.

Presso la sede legale dell'Offerente, dell'Emittente nonché dell'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni sono disponibili il Documento di Offerta, nonché, per la consultazione, i documenti indicati nella Sezione M del Documento di Offerta. Il Documento di Offerta è, altresì, disponibile presso gli Intermediari Incaricati.

Le Schede di Adesione potranno pervenire agli Intermediari Incaricati anche per il tramite degli Intermediari Depositari. Gli Intermediari Incaricati raccoglieranno le Schede di Adesione, terranno in deposito le Azioni BF portate in adesione all'Offerta e provvederanno al pagamento del Corrispettivo OPAS dovuto agli Aderenti all'Offerta medesima (secondo le modalità e i tempi indicati nel Paragrafo F.7, Sezione F, del Documento di Offerta).

Alla Data di Pagamento del Corrispettivo OPAS gli Intermediari Incaricati trasferiranno le Azioni BF portate in adesione all'Offerta su di un deposito titoli intestato all'Offerente, con le modalità indicate nel Paragrafo F.7, Sezione F, del Documento di Offerta.

#### **B.4 Global Information Agent**

Sodali S.p.A., con sede in Roma, Via XXIV Maggio, n. 43, con sede legale in Roma, Via Emilia, n. 88, è stato nominato dall'Offerente quale Global Information Agent, al fine di fornire informazioni relative all'Offerta, a tutti gli azionisti di Bonifiche Ferraresi.

A tal fine, sono stati predisposti da Sodali S.p.A. un account di posta elettronica, [opas.bonificheferraresi@morrowssodali.com](mailto:opas.bonificheferraresi@morrowssodali.com) e il numero verde 800 595 471. Questo numero telefonico sarà attivo per tutta la durata del Periodo di Adesione da lunedì a venerdì, dalle ore 10:00 alle ore 19:00.

## **C. CATEGORIE E QUANTITATIVI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI OGGETTO DELL'OFFERTA**

### **C.1 Categoria degli strumenti finanziari oggetto dell'Offerta e relative quantità**

L'Offerta consiste in un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio che BF Holding rivolge indistintamente agli azionisti di BF e ha ad oggetto massime n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna, rappresentative del 21,654% del capitale sociale di BF, che includono le n. 70.323 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative dello 0,893% del capitale sociale dell'Emittente di proprietà di Federico Vecchioni e non includono invece le n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi rappresentative del 78,346% del capitale sociale dell'Emittente che, alla Data del Documento di Offerta, sono già detenute dall'Offerente.

Le Azioni BF portate in adesione all'Offerta dovranno essere liberamente trasferibili all'Offerente e libere da vincoli di ogni genere e natura, reali, obbligatori e personali.

L'Emittente non ha emesso obbligazioni convertibili, *warrant* e/o strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di sottoscrivere Azioni BF e/o altri strumenti finanziari che possano conferire a terzi in futuro il diritto di acquisire Azioni BF.

### **C.2 Strumenti finanziari convertibili**

L'Offerta non ha ad oggetto strumenti finanziari convertibili.

### **C.3 Comunicazioni o domande di autorizzazioni richieste dalla normativa applicabile**

La presente Offerta non è subordinata ad alcuna autorizzazione da parte di Autorità competenti.

**D. STRUMENTI FINANZIARI DELLA SOCIETÀ EMITTENTE O AVENTI COME SOTTOSTANTE DETTI STRUMENTI POSSEDUTI DALL'OFFERENTE, ANCHE A MEZZO DI SOCIETÀ FIDUCIARIE O PER INTERPOSTA PERSONA.**

**D.1 Numero e categorie di strumenti finanziari dell'Emittente detenuti dall'Offerente e da persone che agiscono di concerto**

Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente detiene direttamente n. 6.169.780 Azioni BF, rappresentanti il 78,346% del capitale sociale dell'Emittente.

L'Offerente non detiene ulteriori strumenti finanziari che diano diritto ad esercitare il diritto di voto nelle assemblee dell'Emittente.

L'Offerente ha il diritto di esercitare il diritto di voto in relazione alla totalità del suddetto numero di Azioni BF che possiede.

L'Offerente non detiene Azioni BF indirettamente, neppure a mezzo di società fiduciarie o per interposta persona.

**D.2 Indicazione dell'eventuale esistenza di contratti di riporto, prestito titoli, diritti di usufrutto o di pegno sugli strumenti finanziari dell'Emittente ovvero ulteriori contratti di altra natura aventi come sottostante tali strumenti finanziari**

Alla Data del Documento di Offerta, l'Offerente non ha stipulato contratti di riporto, prestito titoli, diritti di usufrutto o di pegno aventi ad oggetto le Azioni BF né ha contratto ulteriori impegni di altra natura aventi come sottostante le Azioni BF (quali, a titolo meramente esemplificativo, contratti di opzione, *future*, *swap*, contratti a termine su detti strumenti finanziari), neppure a mezzo di società fiduciarie o per interposta persona o tramite società controllate.

## **E. CORRISPETTIVO UNITARIO PER GLI STRUMENTI FINANZIARI E SUA GIUSTIFICAZIONE**

### **E.1 Indicazione del corrispettivo unitario e criteri seguiti per la sua determinazione**

In data 13 febbraio 2017 il Consiglio di Amministrazione ha approvato, *inter alia*, il Progetto Industriale, l'Operazione e le condizioni essenziali dell'OPAS. I termini dell'OPAS approvati dal Consiglio di Amministrazione nella riunione del 13 febbraio 2017 prevedono che per ciascuna azione ordinaria Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'OPAS, BF Holding riconosca il Corrispettivo Originario, vale a dire un corrispettivo costituito (i) n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro, pari ad Euro 1,05.

Il Corrispettivo Originario è stato fissato alla luce della valutazione di BF Holding risultante dal prezzo unitario di conversione del POC convenuto con CDP Equity (ovvero Euro 2,40), a sua volta determinato in funzione di una valutazione di BF Holding che esprime un premio implicito di circa il 36% rispetto al prezzo medio di mercato delle azioni Bonifiche Ferraresi rilevato nei 6 mesi antecedenti la data di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del Corrispettivo Originario, *i.e.* il 13 febbraio 2017.

In data 10 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato, *inter alia*, di prevedere che – in considerazione dell'onere fiscale cui taluni azionisti di Bonifiche Ferraresi sarebbero soggetti in considerazione del valore al quale hanno in carico le Azioni Bonifiche Ferraresi – agli Aderenti sia data facoltà di optare tra due diverse formule di corrispettivo, identiche tra loro per valore, ma diversificate in relazione alle rispettive componenti azionarie e in denaro.

In particolare, per effetto della delibera adottata in data 10 aprile 2017 dal Consiglio di Amministrazione, gli aderenti all'OPAS potranno decidere di ricevere in cambio di ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione:

- (i) il Corrispettivo Originario; ovvero, in alternativa
- (ii) il Corrispettivo Alternativo, vale a dire un corrispettivo costituito da (i) n. 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione, e (ii) una componente in denaro, pari ad Euro 2,25.

Gli azionisti di Bonifiche Ferraresi potranno esercitare l'Opzione Corrispettivo Alternativo esclusivamente al momento dell'adesione all'OPAS e, in caso di esercizio, solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione.

Nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi, rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario. In linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

Pertanto, tenendo conto dei resti che comporterebbe il Corrispettivo Alternativo, questo sarà strutturato in modo da prevedere che gli Aderenti che optino per il Corrispettivo Alternativo ricevano 19 Azioni BF Holding e la somma di Euro 4,50 per ogni 2 Azioni BF portate in adesione.

Si ricorda che la Data di Pagamento del Corrispettivo OPAS coinciderà con la Data di Inizio delle Negoziazioni delle azioni BF Holding, posto che – in considerazione della struttura dell'OPAS e dei suoi termini essenziali – l'OPAS si perfezionerà solamente nel caso in cui l'Offerente sia in grado di scambiare le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'Offerta con Azioni BF Holding quotate. Diversamente, in caso di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding sul MTA, verrebbe meno un requisito essenziale del Corrispettivo OPAS, che non consentirebbe di dare esecuzione all'Offerta. Pertanto, in nessuna circostanza nel contesto dell'OPAS gli attuali soci di Bonifiche Ferraresi potranno trovarsi a ricevere, in cambio delle Azioni Bonifiche Ferraresi (quotate) da loro attualmente possedute, titoli non quotati.

#### Valutazioni

Il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, ai fini della determinazione del Corrispettivo OPAS, non si è avvalso di pareri di esperti e si è basato sulle valutazioni di BF Holding e di BF di seguito descritte.

#### Valutazione di BF Holding

Per quanto riguarda la valutazione di BF Holding, è stata utilizzata la metodologia del Net Asset Value (**NAV**) che, grazie alla sua natura di metodo patrimoniale, risulta largamente adeguata nella valutazione di una *holding*. Nell'applicare tale metodologia:

- (i) i valori relativi alle attività e passività di BF Holding diversi dalla partecipazione in BF sono stati presi a valori di bilancio alla data del 31 dicembre 2016;
- (ii) la situazione finanziaria netta, così come il numero di azioni BF Holding emesse, sono stati pro-formati per tener conto dell'ammontare dell'Aumento di Capitale Soci BFH e dell'Aumento di Capitale CDP Equity;
- (iii) il valore implicito unitario riconosciuto all'azione Bonifiche Ferraresi è stato fissato in Euro 25,05, come meglio descritto nel seguito.

#### Valutazione di BF

Per quanto riguarda la valutazione di Bonifiche Ferraresi, in considerazione della sua natura di società agricola, si è fatto riferimento ai seguenti metodi:

- (i) quale metodo valutativo principale, un metodo misto patrimoniale e reddituale, dove:
  - a) il metodo patrimoniale consiste nel valorizzare il patrimonio fondiario della società sulla base di una stima elaborata dalla società IPI Servizi S.r.l. (**IPI**) in data 31 dicembre 2015 finalizzata all'individuazione del valore di mercato di tale patrimonio; con riferimento, invece, alle altre attività e passività di Bonifiche Ferraresi è stato utilizzato il valore di bilancio in base alla relazione finanziaria di Bonifiche Ferraresi al 30 settembre 2016; mentre
  - b) il metodo reddituale consiste nel valorizzare la componente di generazione di reddito dell'attività esercitata da Bonifiche Ferraresi attraverso l'approccio dei flussi di cassa scontati (o Discounted Cash Flow, **DCF**);
- (ii) quali metodi di controllo, un metodo misto patrimoniale e reddituale, dove:
  - a) il metodo patrimoniale è basato sui multipli corrisposti in operazioni comparabili di acquisto di appezzamenti di terreno nella zona di Ferrara, nel primo scenario, e sui valori catastali nel secondo; per quanto riguarda le altre attività e passività di Bonifiche Ferraresi è stato utilizzato il valore di bilancio in base alla relazione finanziaria di Bonifiche Ferraresi al 30 settembre 2016; mentre
  - b) il metodo reddituale consiste nel valorizzare la componente di generazione di reddito dell'attività esercitata da Bonifiche Ferraresi attraverso l'approccio del DCF.

Con riferimento al metodo patrimoniale, nelle tre formulazioni proposte, si segnala che:

- (i) la stima di valore elaborata da IPI in data 31 dicembre 2015 è stata utilizzata solo per il patrimonio fondiario – il cui valore è stato stimato in Euro 152.658.455,00 – e non anche per il patrimonio immobiliare dei fabbricati;
- (ii) l'unicità di una società come Bonifiche Ferraresi sia sotto il profilo di localizzazione dei terreni, sia sotto quello della dimensione, rende difficile individuare delle transazioni perfettamente comparabili a quella in esame. Osservando i valori per ettaro di una decina di transazioni avvenute tra il 2012 e il 2015 nella zona di Ferrara, è stato ritenuto opportuno applicare uno sconto del 15% alla media rinveniente dalle suddette operazioni al fine di ottenere una stima di valore per ettaro più idonea e significativa per una società della dimensione di Bonifiche Ferraresi;
- (iii) i valori catastali, il cui ultimo aggiornamento disponibile al pubblico risale al 31 dicembre 2015, sono stati invece utilizzati al fine di individuare il limite inferiore della valutazione. Essi sono per definizione estremamente conservativi, e unitamente all'uso dei valori di bilancio per le altre attività e passività di Bonifiche Ferraresi restituiscono il valore più basso individuato dall'analisi;
- (iv) il valore degli altri beni posseduti da Bonifiche Ferraresi sono determinati in base al loro valore di iscrizione nella relazione finanziaria al 30 settembre 2016 di Bonifiche Ferraresi.

Con riferimento al metodo reddituale, la data di valutazione assunta per il DCF è il 30 settembre 2016. I flussi di cassa attualizzati sono stati stimati partendo dalle stime previsionali contenute nel Progetto Industriale, opportunamente modificate per tener conto del ritardo temporale nell'implementazione di alcune azioni previste nel Progetto Industriale. Infine si è adoperata una rettifica a livello di costi, con conseguente riflesso sulla marginalità, per considerare un ipotetico ammontare degli affitti che Bonifiche Ferraresi dovrebbe corrispondere se il patrimonio fondiario, i fabbricati strumentali, gli impianti e i macchinari non fossero di sua



proprietà ma fossero in affitto. Tale approccio risulta coerente con il metodo misto perché evita di valorizzare due volte tali attività.

Si riportano di seguito i valori per azione di Bonifiche Ferraresi calcolati sulla base dei metodi descritti in precedenza alla data del 30 settembre 2016:

<b>Metodo Misto (patrimoniale e reddituale) in cui la valorizzazione del patrimonio fondiario è basata su:</b>	<b>Dati in Euro</b>	
	<b>Valore per azione di Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore per ettaro</b>
Stima di IPI	26,7	27.756
Transazioni Comparabili	29,0	30.998
Valori Catastali	23,5	23.091
<b>Media</b>	<b>26,4</b>	<b>27.282</b>

Il range di valori di Bonifiche Ferraresi è stato pertanto individuato tra Euro 23,5 ed Euro 29,0 per azione.

Nella tabella che segue sono riportati i valori per azione di Bonifiche Ferraresi calcolati sulla base dei metodi descritti in precedenza alla data del 31 dicembre 2016, a seguito dell'approvazione del progetto di bilancio relativi all'esercizio 2016:

<b>Metodo Misto (patrimoniale e reddituale) in cui la valorizzazione del patrimonio fondiario è basata su:</b>	<b>Dati in Euro</b>	
	<b>Valore per azione di Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore per ettaro</b>
Stima di IPI	25,9	27.756
Transazioni Comparabili	28,2	30.998
Valori Catastali	22,7	23.091
<b>Media</b>	<b>25,6</b>	<b>27.282</b>

Le variazioni tra i dati al 30 settembre 2016 e quelli al 31 dicembre 2016 dipendono dal valore delle altre attività e passività detenute da Bonifiche Ferraresi, diverse dai terreni.

#### Il Corrispettivo Originario

Per quanto concerne il Corrispettivo Originario, lo stesso è stato identificato sulla base dei valori per azione di Bonifiche Ferraresi e BF Holding alla base del prezzo di emissione delle Azioni BF Holding rivenienti dall'Aumento di Capitale OPAS pari, rispettivamente, ad Euro 25,05 ed Euro 2,40; tali prezzi riflettono infatti la valorizzazione riconosciuta da una terza parte, CDP Equity, rispettivamente a BF Holding e Bonifiche Ferraresi.

Il Consiglio di Amministrazione di BF Holding ha deciso di completare la propria analisi considerando il rapporto di scambio anche in base ad altri approcci valutativi, come descritto nella tabella seguente. Si precisa che le variazioni nel valore implicito di BF Holding in base al metodo del NAV dipendono dal diverso valore implicito unitario per azione Bonifiche Ferraresi utilizzato.

<b>Approccio Valutativo di Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore unitario azione Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore implicito di BF Holding in base al metodo del NAV</b>	<b>Corrispettivo in cassa</b>	<b>Valore unitario azione Bonifiche Ferraresi "residuo"</b>	<b>Corrispettivo in Azioni</b>
<b>Valore individuato dall'analisi del Consiglio di Amministrazione di BF Holding</b>	<b>25,05</b>	<b>2,40</b>	<b>1,05</b>	<b>24,00</b>	<b>10,00</b>
Prezzo ufficiale di mercato del 6 febbraio 2017	18,79	1,97	1,05	17,74	9,00
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sull'ultimo mese	18,60	1,96	1,05	17,55	8,96

Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 3 mesi	18,64	1,96	1,05	17,59	8,97
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 6 mesi	18,39	1,94	1,05	17,34	8,92
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 12 mesi	18,21	1,93	1,05	17,16	8,88
Valore di carico nel bilancio individuale di BF Holding	26,10	2,47	1,05	25,05	10,13
Media dei 3 Metodi Misti per la valutazione di Bonifiche Ferraresi	26,38	2,49	1,05	25,33	10,17

La tabella seguente mostra l'analisi aggiornata dei concambi alla data del 13 febbraio 2017 (data in cui il Consiglio di Amministrazione di BF Holding ha approvato, *inter alia*, il Progetto Industriale, l'Operazione e le condizioni essenziali dell'OPAS), sulla base del Corrispettivo Originario. Si precisa che le variazioni nel valore implicito di BF Holding in base al metodo del NAV dipendono dal diverso valore implicito unitario per azione Bonifiche Ferraresi utilizzato.

<b>Approccio Valutativo di Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore unitario azione Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore implicito di BF Holding in base al metodo del NAV</b>	<b>Corrispettivo in cassa</b>	<b>Valore unitario azione Bonifiche Ferraresi "residuo"</b>	<b>Corrispettivo in Azioni</b>
<b>Valore individuato dall'analisi del Consiglio di Amministrazione di BF Holding</b>	<b>25,05</b>	<b>2,40</b>	<b>1,05</b>	<b>24,00</b>	<b>10,00</b>
Prezzo ufficiale di mercato del 13 febbraio 2017	19,57	2,03	1,05	18,52	9,15
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sull'ultimo mese	19,03	1,99	1,05	17,98	9,04
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 3 mesi	18,81	1,97	1,05	17,76	9,00
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 6 mesi	18,50	1,95	1,05	17,45	8,94
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 12 mesi	18,31	1,94	1,05	17,26	8,90
Valore di carico nel bilancio individuale di BF Holding	26,10	2,47	1,05	25,05	10,13

Media dei 3 Metodi Misti per la valutazione di Bonifiche Ferraresi	25,60	2,44	1,05	24,55	10,07
--	-------	------	------	-------	-------

La valutazione di Bonifiche Ferraresi di Euro 25,05 per azione riconosce quindi circa n. 1 azione in più di BF Holding nella Componente in Azioni del Corrispettivo Originario rispetto alla valutazione a mercato prendendo come riferimento il prezzo del titolo Bonifiche Ferraresi alla data del 6 febbraio 2017 e la media ponderata per i volumi dello stesso rispettivamente a 1, 3, 6 e 12 mesi.

#### Il Corrispettivo Alternativo

In data 10 aprile 2017 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato di prevedere che – in considerazione dell'onere fiscale cui taluni azionisti di Bonifiche Ferraresi sarebbero soggetti in considerazione del valore al quale hanno in carico le Azioni Bonifiche Ferraresi – agli aderenti all'OPAS sia data facoltà di optare tra due diverse formule di corrispettivo, identiche tra loro per valore, ma diversificate in relazione alle rispettive componenti azionarie e in denaro.

In particolare, per effetto della delibera adottata in data 10 aprile 2017 dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, gli aderenti all'OPAS potranno decidere di ricevere in cambio di ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione il Corrispettivo Originario ovvero, in alternativa il Corrispettivo Alternativo.

La tabella seguente mostra l'analisi dei concambi alla data del 13 febbraio 2017 (data in cui il Consiglio di Amministrazione di BF Holding ha approvato, *inter alia*, il Progetto Industriale, l'Operazione e le condizioni essenziali dell'OPAS), sulla base del Corrispettivo Alternativo. Si precisa che le variazioni nel valore implicito di BF Holding in base al metodo del NAV dipendono dal diverso valore implicito unitario per azione Bonifiche Ferraresi utilizzato.

<b>Approccio Valutativo di Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore unitario azione Bonifiche Ferraresi</b>	<b>Valore implicito di BF Holding in base al metodo del NAV</b>	<b>Corrispettivo in cassa</b>	<b>Valore unitario azione Bonifiche Ferraresi "residuo"</b>	<b>Corrispettivo in Azioni</b>
<b>Valore individuato dall'analisi del Consiglio di Amministrazione di BF Holding</b>	<b>25,05</b>	<b>2,40</b>	<b>2,25</b>	<b>22,80</b>	<b>9,50</b>
Prezzo ufficiale di mercato del 13 febbraio 2017	19,57	2,03	2,25	17,32	8,55
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sull'ultimo mese	19,03	1,99	2,25	16,78	8,44
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 3 mesi	18,81	1,97	2,25	16,56	8,39
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 6 mesi	18,50	1,95	2,25	16,25	8,33
Media ponderata per i volumi del prezzo ufficiale di mercato sugli ultimi 12 mesi	18,31	1,94	2,25	16,06	8,28
Valore di carico nel bilancio individuale di BF Holding	26,10	2,47	2,25	23,85	9,65

Media dei 3 Metodi Misti per la valutazione di Bonifiche Ferraresi	25,60	2,44	2,25	23,35	9,58
--	-------	------	------	-------	------

Anche con il Corrispettivo Alternativo, la valutazione di Bonifiche Ferraresi di Euro 25,05 per azione riconosce comunque circa n. 1 azione in più di BF Holding nella Componente in Azioni del Corrispettivo Originario rispetto alla valutazione a mercato prendendo come riferimento il prezzo del titolo Bonifiche Ferraresi alla data del 13 febbraio 2017 e la media ponderata per i volumi dello stesso rispettivamente a 1, 3, 6 e 12 mesi.

Alla luce delle considerazioni che precedono, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha ritenuto che il Corrispettivo OPAS rimane appropriato nel contesto dei valori espressi dall'OPAS.

## E.2 Indicazione del controvalore complessivo dell'Offerta

Il controvalore complessivo dell'Offerta, assumendo l'integrale adesione all'Offerta stessa da parte di tutti gli azionisti di Bonifiche Ferraresi nel corso del Periodo di Adesione, sarà (i) in caso di scelta da parte di tutti gli Aderenti del Corrispettivo Originario, pari a n. 17.052.200 Azioni BF Holding ed Euro 1.790.481,00, mentre (ii) in caso di scelta da parte di tutti gli Aderenti del Corrispettivo Alternativo, pari a n. 16.199.590 Azioni BF Holding e Euro 3.836.745,00.

Quanto appena indicato assume che tutti gli Aderenti siano titolari di un numero pari di Azioni BF. Si ricorda infatti che nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario e che, in linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario. In tali ipotesi, l'esborso in denaro complessivo dell'Offerta sopra indicato potrà pertanto subire una conseguente variazione in diminuzione, mentre il numero di Azioni BF Holding da emettere potrà di conseguenza variare in aumento.

In caso di adesioni all'Offerta tali da comportare il raggiungimento, da parte dell'Offerente, di una percentuale nel capitale sociale dell'Emittente pari al 90%+ 1 Azione BF, il controvalore complessivo dell'Offerta sarà (i) in caso di scelta da parte di tutti gli Aderenti del Corrispettivo Originario, pari a n. 9.177.210 Azioni BF Holding ed Euro 963.607,00, mentre (ii) in caso di scelta da parte di tutti gli Aderenti del Corrispettivo Alternativo, pari a n. 8.718.350 Azioni BF Holding ed Euro 2.064.871,00.

In caso di adesioni all'Offerta tali da comportare il raggiungimento, da parte dell'Offerente, di una percentuale nel capitale sociale dell'Emittente pari al 95%, il controvalore complessivo dell'Offerta sarà (i) in caso di scelta da parte di tutti gli Aderenti del Corrispettivo Originario, pari a n. 13.114.700 Azioni BF Holding ed Euro 1.377.044,00, mentre (ii) in caso di scelta da parte di tutti gli Aderenti del Corrispettivo Alternativo, pari a n. 12.458.965 Azioni BF Holding ed Euro 2.950.808,00.

Al ricorrere dei presupposti previsti per l'insorgere dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e/o dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per l'esercizio del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF, assumendo che tutti i restanti azionisti di Bonifiche Ferraresi, nel corso delle procedure per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e/o dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per l'esercizio del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF, richiedano all'Offerente il riconoscimento del Corrispettivo Integrale in Denaro, l'esborso massimo in denaro che l'Offerente sarà in tal caso tenuto a sopportare sarà pari ad Euro 19.726.850,00.

## E.3 Confronto del Corrispettivo OPAS con alcuni indicatori

La tabella che segue riporta il confronto del Corrispettivo OPAS con i seguenti indicatori forniti per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2014, 2015 e 2016 per Bonifiche Ferraresi:

- (i) dividendi per azione (o titolo rappresentativo di capitale);
- (ii) risultato economico dopo la tassazione esclusi i risultati delle attività in via di dismissione degli ultimi due anni) e risultato economico netto per azione;
- (iii) *cash flow* per azione;
- (iv) patrimonio netto per azione.

<b>Gruppo</b>			
---------------	--	--	--

Valori in Euro	2016	2015	2014
Dividendo per azione	0,000	0,065	0,050
Risultato economico netto per azione	0,258	1,185	0,087
Risultato economico netto senza comp non ricorrenti (1)	0,258	0,149	0,087
Cash flow per azione	0,458	1,377	0,432
Patrimonio Netto per azione	19,849	27,101	20,579
n. azioni emesse (2)	7.875.000	5.711.301	5.625.000
<i>Valori in Euro/000</i>			
risultato economico netto	2.035	6.768	489
risultato economico netto senza comp non ricorrenti (1)	2.035	851	489
cash flow	3.605	7.865	2.429
Patrimonio netto	156.311	154.784	115.755

(1) Componenti non ricorrenti rilevati nel 2015 si riferiscono all'adeguamento della fiscalità differita conseguente all'abolizione dell'IRAP sulle attività agricole a partire dall'esercizio 2016 e all'applicazione della nuova aliquota IRES (dal 27,5% al 24%) a partire dal 2017.

(2) Per il calcolo dei valori per azione relativi al 2015 è stato utilizzato il numero medio ponderato delle azioni, tenuto conto dell'aumento di capitale realizzato a dicembre 2015.

Esclusivamente ai fini della preparazione del presente Documento di Offerta, i multipli di BF calcolati sulla base del Corrispettivo OPAS sono stati confrontati con i multipli di mercato di società quotate in mercati regolamentati operanti in settori simili o attigui a BF con le dovute limitazioni per diverse dimensioni dei terreni, mix di attività, leva finanziaria, struttura del capitale, specificità del business, localizzazione e tipologia dei terreni posseduti.

Le metriche considerate sono le seguenti:

- (i) P/E, rappresenta il rapporto tra la capitalizzazione di mercato rettificata per le eventuali azioni proprie detenute e il risultato netto di gruppo;
- (ii) P/Cash Flow, rappresenta il rapporto tra la capitalizzazione di mercato rettificata per le eventuali azioni proprie detenute ed il cash flow (calcolato come somma del risultato netto di gruppo più ammortamenti, svalutazioni e accantonamenti per rischi e oneri);
- (iii) P/BV (o P/Mezzi Propri): rappresenta il rapporto tra la capitalizzazione di mercato rettificata per le eventuali azioni proprie detenute ed il patrimonio netto di gruppo.

La seguente tabella indica i multipli P/E, P/Cash Flow e P/BV (P/Mezzi Propri) relativi a BF con riferimento agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2016 calcolati sulla base del Corrispettivo OPAS.

<b>Multipli di BF</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
P / E	21,1x	96,9x
P / Cash Flow	18,2x	54,7x
P / BV	0,9x	1,3x

Fonte: Progetto di Bilancio al 31 dicembre 2016 e Bilancio al 31 dicembre 2015

Tali moltiplicatori sono stati raffrontati con gli analoghi dati per gli esercizi 2015 e 2016 relativi a un campione di società quotate a livello internazionale operanti nello stesso settore di BF calcolati sulla base della quotazione al 7 aprile 2017.

Le società considerate sono brevemente descritte di seguito:

- (i) Black Earth Farming: fondata nel 2005, è stata tra le prime aziende finanziate da investitori stranieri (società di investimento svedesi Vostok Nafta e Kinnevik) che ha sostenuto importanti attività nel settore agricolo in Russia. Il gruppo gestisce circa 246.000 ettari di terreni, di cui l'89% di proprietà ed è il maggior produttore di cereali e semi oleosi. Inoltre Black Earth Farming detiene un contratto con la PepsiCo per la produzione di barbabietole da zucchero e patate. Black Earth Farming è quotata al OMX Nordic Exchange Stockholm da dicembre 2007;
- (ii) AdecoAgro: fondata in Argentina nel 2002 da un gruppo di investitori argentini e brasiliani supportati da investitori istituzionali, oggi è una realtà primaria nella produzione di cibo ed energia rinnovabile nel sud America. La società è proprietaria di terreni ed impianti industriali nelle aree più produttive di Argentina, Brasile ed Uruguay, dove produce più di 1,3 milioni di tonnellate di prodotti agricoli, inclusi riso, zucchero, latte, semi di girasole, mais, grano, soia. Quotata alla Borsa di New York dal 2011, ad oggi impiega una forza lavoro di circa 8,000 dipendenti;
- (iii) Agrogeneration: società agricola che possiede circa 120.000 ettari di terreni coltivabili in Ucraina. Oggi è considerata una delle principali aziende locali per superficie di acri coltivabili ed efficienza operativa. L'attività è incentrata sulla produzione di cereali e può contare su macchinari ed infrastrutture all'avanguardia, che hanno permesso alla società di raggiungere una produzione di circa 390.000 tonnellate di prodotti agricoli nel 2016. E' quotata alla borsa di Parigi da marzo 2010.

Società comparabili	Paese di quotazione	P / E		P / Cash Flow		P / BV	
		2015	2016	2015	2016	2015	2016
Black Earth Farming	Svezia	11,1x	neg	7,1x	neg	1,5x	1,3x
AdecoAgro	USA	neg	NS	14,0x	10,7x	2,7x	2,1x
Agrogeneration <sup>(1)</sup>	Francia	neg	neg	71,4x	6,3x	0,5x	0,5x
<b>Media</b>		<b>11,1x</b>	<b>ND</b>	<b>30,8x</b>	<b>8,5x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,3x</b>
<b>Mediana</b>		<b>11,1x</b>	<b>ND</b>	<b>14,0x</b>	<b>8,5x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,3x</b>
Bonifiche Ferraresi	Italia	21,1x	96,9x	18,2x	54,7x	0,9x	1,3x

Fonte: Factset, elaborazioni su documenti societari

(1) I dati 2016 relativi ad Agrogeneration sono in realtà degli LTM dal 30 giugno 2015 al 30 giugno 2016, data dell'ultima relazione finanziaria disponibile della società

#### E.4 Media aritmetica ponderata mensile dei prezzi ufficiali registrati dalle Azioni BF nei dodici mesi precedenti l'inizio dell'Offerta

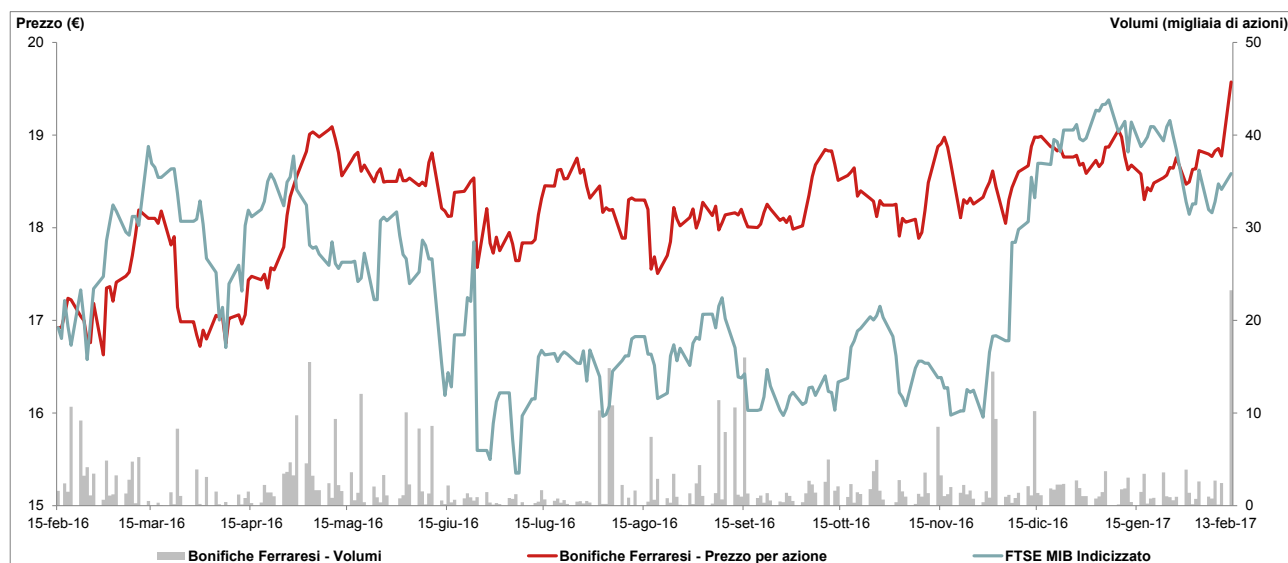
Vengono qui di seguito riportate le medie aritmetiche mensili ponderate per i volumi giornalieri di scambio dei prezzi ufficiali delle Azioni BF registrati in ciascuno dei dodici mesi antecedenti il 13 febbraio 2017 incluso.

Periodo	Volumi complessivi (migliaia di azioni)	Controvalore in migliaia di Euro	Prezzo medio ponderato (in Euro)	Corrispettivo vs. prezzo medio ponderato
1 febbraio 2017 - 13 febbraio 2017	34	651	19,33	29,59%
gennaio 2017	33	615	18,61	34,59%
dicembre 2016	61	1.148	18,70	33,96%

novembre 2016	39	719	18,46	35,66%
ottobre 2016	38	706	18,47	35,66%
settembre 2016	65	1.174	18,10	38,42%
agosto 2016	62	1.120	18,10	38,42%
luglio 2016	11	194	18,24	37,36%
giugno 2016	44	812	18,49	35,48%
maggio 2016	69	1.308	18,82	33,07%
aprile 2016	40	721	17,90	39,93%
marzo 2016	41	709	17,45	43,56%
15-29 febbraio 2016	38	646	17,06	46,81%

Il prezzo ufficiale per azione Bonifiche Ferraresi rilevato alla chiusura del 13 febbraio 2017 è stato pari ad Euro 19,5724. Il Corrispettivo OPAS incorpora un premio pari a circa il 27,99% rispetto a tale prezzo.

Il grafico seguente illustra l'andamento del prezzo ufficiale del titolo BF relativo al periodo di 12 mesi dal 15 febbraio 2016 al 13 febbraio 2017 incluso:



La seguente tabella presenta un confronto tra il Corrispettivo OPAS e la media aritmetica ponderata dei prezzi ufficiali relativa ad 1, 3, 6 e 12 mesi precedenti il 13 febbraio 2017 incluso (data in cui è stato perfezionato l'Accordo di Investimento ed in cui, per la prima volta, a mercati chiusi, sono stati quindi annunciati i termini essenziali dell'Offerta):

Periodo di riferimento	Prezzo medio ponderato nel periodo in Euro	Corrispettivo vs prezzo medio ponderato nel periodo in %
13 febbraio 2017	19,5724	27,99%
1 mese	19,0288	31,64%
3 mesi	18,8108	33,17%
6 mesi	18,5020	35,39%
12 mesi	18,3056	36,84%

Il prezzo di chiusura delle azioni Bonifiche Ferraresi rilevato alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto antecedente la Data del Documento di Offerta, ovvero al 26 maggio 2017, risulta essere pari ad Euro 23,23.

**E.5 Indicazione, ove noti, dei valori attribuiti agli strumenti finanziari della società emittente in occasione di operazioni finanziarie effettuate nell'ultimo esercizio e nell'esercizio in corso (quali fusioni e scissioni, aumenti di capitale, offerte pubbliche, emissioni di warrant, trasferimenti di pacchetti significativi)**

Per quanto a conoscenza dell'Offerente, nell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e nell'esercizio in corso l'Emittente non ha posto in essere operazioni finanziarie - quali fusioni e scissioni, aumenti di capitale, offerte pubbliche, emissioni di *warrant* e/o trasferimenti di pacchetti significativi - che abbiano comportato una valutazione delle Azioni BF.

**E.6 Indicazione dei valori ai quali sono state effettuate, negli ultimi dodici mesi, da parte dell'Offerente, operazioni di acquisto e di vendita sugli strumenti finanziari oggetto dell'Offerta, precisando il numero delle operazioni e degli strumenti finanziari acquistati e venduti.**

Negli ultimi dodici mesi, per tali intendendosi i dodici mesi anteriori alla data dell'annuncio della decisione dell'Offerente di promuovere l'Offerta, l'Offerente non ha posto in essere operazioni di acquisto e/o vendita di azioni dell'Emittente.

**E.7 Descrizione degli strumenti finanziari offerti in scambio**

**E.7.1 Descrizione delle Azioni BF Holding a servizio dell'Offerta**

Le Azioni BF Holding da assegnarsi quale Componente in Azioni del Corrispettivo Originario ovvero quale Componente in Azioni del Corrispettivo Alternativo agli Aderenti all'Offerta rivengono dall'Aumento di Capitale OPAS e potranno essere pari:

- a massime n. 17.052.200, nel caso in cui tutti gli Aderenti abbiano scelto di ricevere il Corrispettivo Originario, ovvero
- a massime n. 16.199.590, nel caso in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Alternativo.

In data 13 aprile 2017 l'Offerente ha presentato a Borsa Italiana domanda di ammissione a quotazione delle proprie azioni sul MTA. Borsa Italiana, con provvedimento n. 8351 del 25 maggio 2017, ha disposto l'ammissione alla quotazione sul MTA di tali azioni. L'inizio delle negoziazioni delle azioni di BF Holding sul Mercato Telematico Azionario è subordinata alla verifica della sufficiente diffusione degli strumenti finanziari, a seguito del raggiungimento della Soglia Minima OPAS, e sarà stabilito da Borsa Italiana con successivo avviso ai sensi dell'art. 2.4.2, comma 4, del Regolamento di Borsa. La Data di Inizio delle Negoziazioni coinciderà con la Data di Pagamento del Corrispettivo.

A partire dalla Data di Inizio delle Negoziazioni le Azioni BF Holding saranno assoggettate alle norme del TUF e ai relativi regolamenti di attuazione, tra cui il Regolamento Emittenti.

Le Azioni BF Holding saranno emesse alla Data di Pagamento del Corrispettivo (e, al ricorrere dei relativi presupposti alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF).

Per le ulteriori informazioni concernenti le Azioni BF Holding a servizio dell'OPAS, ivi incluse le informazioni concernenti il regime fiscale delle medesime, si rinvia al Capitolo IV, Sezione Seconda, pagine 340 e seguenti del Prospetto Informativo, qui incluso mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Per maggiori informazioni sui rischi connessi all'OPAS e alle Azioni BF Holding, si rinvia al Paragrafo 4.3, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 111 e seguenti, incluso mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.



## **F. MODALITÀ E TERMINI DI ADESIONE ALL'OFFERTA, DATE E MODALITÀ DI PAGAMENTO DEL CORRISPETTIVO E DI RESTITUZIONE DEI TITOLI OGGETTO DELL'OFFERTA**

### **F.1 Modalità e termini stabiliti per l'adesione all'Offerta e per il deposito degli strumenti finanziari**

#### **F.1.1 Periodo di Adesione**

Il Periodo di Adesione all'Offerta, concordato con Borsa Italiana ai sensi dell'art. 40, comma 2, del Regolamento Emittenti, avrà inizio il 29 maggio 2017 e terminerà il 16 giugno 2017 (estremi inclusi). Il 16 giugno 2017 rappresenterà, pertanto, salve eventuali proroghe che dovessero intervenire in conformità alle disposizioni di legge e regolamentari, la data di chiusura del Periodo di Adesione.

L'Offerente comunicherà eventuali modifiche dell'Offerta ai sensi delle disposizioni di legge e regolamentari vigenti.

L'adesione all'Offerta potrà avvenire in ciascun Giorno di Borsa Aperta compreso nel Periodo di Adesione tra le ore 8:30 e le ore 17:30.

Si segnala che, ai sensi dell'art. 40-*bis*, comma 3, lett. b) del Regolamento Emittenti, nell'ambito della Offerta non è prevista la riapertura dei termini del Periodo di Adesione in quanto l'avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS presuppone il raggiungimento delle partecipazioni di cui all'art. 108, commi 1 e 2 del TUF e, in quest'ultimo caso, l'Offerente non intende ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

#### **F.1.2 Procedura di Adesione e deposito delle Azioni BF**

L'adesione all'Offerta da parte dei titolari delle Azioni BF (o dei loro legali rappresentanti) dovrà avvenire mediante (i) consegna dell'apposita Scheda di Adesione debitamente compilata in ogni sua parte e sottoscritta e (ii) contestuale deposito delle Azioni BF presso gli Intermediari Incaricati.

I titolari delle Azioni BF che intendono aderire all'Offerta potranno consegnare la Scheda di Adesione e depositare le Azioni BF anche presso ogni Intermediario Depositario a condizione che la consegna ed il deposito siano effettuati in tempo utile per consentire agli Intermediari Depositari di provvedere al deposito delle Azioni BF entro e non oltre il termine del Periodo di Adesione presso uno degli Intermediari Incaricati indicati nel Paragrafo B.3 della Sezione B del Documento di Offerta.

Le adesioni sono irrevocabili, salvi i casi di revoca previsti dalla vigente normativa.

Gli Intermediari Depositari, in qualità di mandatari, dovranno controfirmare le Schede di Adesione.

Resta ad esclusivo carico dei titolari delle Azioni BF il rischio che gli Intermediari Depositari non consegnino le Schede di Adesione e, se del caso, non depositino le Azioni BF presso un Intermediario Incaricato entro l'ultimo giorno valido del Periodo di Adesione.

All'atto dell'adesione all'Offerta e del deposito delle Azioni BF mediante la sottoscrizione della Scheda di Adesione sarà conferito mandato all'Intermediario Incaricato e all'eventuale Intermediario Depositario per eseguire tutte le formalità necessarie e propedeutiche al trasferimento delle Azioni BF all'Offerente a carico del quale sarà il relativo costo.

Le adesioni da parte di soggetti minori o di persone affidate a tutori o curatori, sottoscritte, ai sensi delle applicabili disposizioni di legge, da chi esercita la patria potestà, la tutela o la curatela, se non corredate dall'autorizzazione del giudice tutelare, saranno accolte con riserva e non conteggiate ai fini della determinazione della percentuale di adesione ed il loro regolamento avverrà in ogni caso solo ad autorizzazione ottenuta.

Potranno essere apportate all'Offerta solo le Azioni BF che risultino, al momento dell'adesione regolarmente dematerializzate, iscritte e disponibili su un conto titoli dell'Aderente all'Offerta e da questi acceso presso un Intermediario Depositario.

In particolare, le azioni rivenienti da operazioni di acquisto effettuate sul mercato potranno essere apportate all'Offerta solo a seguito dell'intervenuto regolamento delle operazioni medesime nell'ambito del sistema di liquidazione.

Le Azioni BF conferite dovranno essere libere da vincoli e gravami di ogni genere e natura, reali, obbligatori e personali e dovranno essere liberamente trasferibili all'Offerente.

## **F.2 Subordinazione dell'efficacia dell'offerta all'approvazione da parte della maggioranza dei possessori di titoli ai sensi dell'art. 40-bis, comma 3, lettere c) e d) del Regolamento Emittenti**

L'efficacia dell'Offerta non è subordinata all'approvazione da parte della maggioranza dei possessori di titoli ai sensi dell'art. 40-bis, comma 3, lettere c) e d) del Regolamento Emittenti.

## **F.3 Indicazioni in ordine alla titolarità ed all'esercizio dei diritti amministrativi e patrimoniali inerenti ai titoli oggetto dell'Offerta, in pendenza della stessa**

Le Azioni BF portate in adesione all'Offerta resteranno vincolate al servizio dell'Offerta medesima e saranno trasferite all'Offerente alla Data di Pagamento del Corrispettivo. Fino alla Data di Pagamento del Corrispettivo, gli Aderenti conserveranno e potranno esercitare i diritti patrimoniali ed amministrativi derivanti dalla proprietà delle Azioni BF; tuttavia, gli Aderenti che abbiano aderito all'Offerta non potranno trasferire le Azioni BF oggetto di adesione, in tutto o in parte, e comunque effettuare atti di disposizione delle medesime Azioni BF, all'infuori dell'adesione ad eventuali offerte concorrenti o rilanci ai sensi dell'art. 44, comma 7, del Regolamento Emittenti.

## **F.4 Comunicazioni relative all'andamento e al risultato dell'Offerta**

Ai sensi dell'art. 41, comma 2, lettera d), del Regolamento Emittenti, durante il Periodo di Adesione l'Intermediario Incaricato comunicherà giornalmente a Borsa Italiana i dati relativi alle adesioni pervenute in ciascuna giornata e i dati relativi alle Azioni BF complessivamente depositate nonché la percentuale che esse rappresentano rispetto all'ammontare complessivo delle Azioni BF oggetto dell'Offerta.

Borsa Italiana provvederà, entro il giorno successivo, alla pubblicazione dei dati stessi mediante apposito avviso.

Inoltre, qualora durante il Periodo di Adesione l'Offerente acquisti ulteriori Azioni BF al di fuori dell'Offerta, l'Offerente ne darà comunicazione al mercato e a Consob, ai sensi dell'art. 41, comma 2, lettera c), del Regolamento Emittenti.

L'Offerente comunicherà l'avveramento o il mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS entro la sera dell'ultimo giorno del Periodo di Adesione e, comunque, entro le ore 7:59 del primo giorno di borsa aperta successivo al termine del Periodo di Adesione.

I risultati definitivi dell'Offerta saranno pubblicati a cura dell'Offerente entro le 7:59 del 21 giugno 2017.

L'Offerente comunicherà senza indugio l'avvenuta ricezione dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, dando in tale sede altresì conferma della circostanza che alla Data di Pagamento del Corrispettivo avrà luogo la Quotazione delle Azioni BF Holding e si perfezionerà pertanto l'OPAS. In alternativa, in caso di mancato rilascio dell'Avviso di Borsa di Inizio delle Negoziazioni, l'Offerente comunicherà senza indugio tale circostanza, dando quindi atto del mancato perfezionamento dell'Offerta a causa della mancanza del requisito di Quotazione delle Azioni BF Holding.

In occasione della pubblicazione del Comunicato sui Risultati Definitivi dell'Offerta, l'Offerente renderà inoltre noto il verificarsi delle condizioni previste dalla legge per il sorgere dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, ovvero dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e/o del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF, nonché le informazioni relative alla revoca delle Azioni BF dalla quotazione.

## **F.5 Mercato sul quale è promossa l'Offerta**

L'Offerta è promossa esclusivamente in Italia, in quanto le Azioni BF sono quotate esclusivamente sul MTA, ed è rivolta, a parità di condizioni, a tutti gli azionisti titolari di Azioni BF.

L'OPAS non è stata e non sarà promossa né diffusa negli Altri Paesi in cui l'OPAS non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità, né utilizzando strumenti di comunicazione o commercio nazionale o internazionale degli Altri Paesi (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, la rete postale, il fax, il telex, la posta elettronica, il telefono e internet), né attraverso qualsivoglia struttura di alcuno degli intermediari finanziari degli Altri Paesi, né in alcun altro modo.

Chiunque riceva i suddetti documenti non dovrà distribuirli, inviarli o spedirli (né a mezzo di posta né attraverso alcun altro mezzo o strumento di comunicazione o commercio) negli Altri Paesi.

Non saranno accettate eventuali adesioni all'OPAS conseguenti ad attività di sollecitazione che siano state poste in essere in violazione delle limitazioni di cui sopra. Il Documento di Offerta non costituisce e non potrà essere interpretato quale offerta di strumenti finanziari rivolta a soggetti residenti negli Altri Paesi. Nessuno strumento può essere offerto o compravenduto negli Altri Paesi in assenza di specifica autorizzazione in conformità alle applicabili disposizioni della legge locale di detti paesi ovvero di deroga rispetto alle medesime disposizioni. L'adesione all'OPAS da parte di soggetti residenti in paesi diversi dall'Italia può

essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni previsti da disposizioni di legge o regolamentari. È esclusiva responsabilità dei soggetti che intendono aderire all'OPAS conformarsi a tali norme e, pertanto, prima di aderire all'OPAS, tali soggetti saranno tenuti a verificarne l'esistenza e l'applicabilità, rivolgendosi ai propri consulenti.

L'Offerta non è stata e non sarà promossa né diffusa negli Stati Uniti d'America, Canada, Giappone e Australia, nonché in qualsiasi altro paese in cui tale Offerta non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità (collettivamente gli **Altri Paesi**), né utilizzando strumenti di comunicazione o commercio nazionale o internazionale degli Altri Paesi (ivi inclusi, a titolo esemplificativo, la rete postale, il fax, il telex, la posta elettronica, il telefono ed internet), né attraverso qualsivoglia struttura di alcuno degli intermediari finanziari degli Altri Paesi, né in alcun altro modo.

Copia del Documento di Offerta, o di porzioni dello stesso, così come copia di qualsiasi successivo documento che l'Offerente emetterà in relazione all'Offerta, non sono e non dovranno essere inviati, né in qualsiasi modo trasmessi, o comunque distribuiti, direttamente o indirettamente, negli Altri Paesi. Chiunque riceva i suddetti documenti non dovrà distribuirli, inviarli o spedirli (né a mezzo di posta né attraverso alcun altro mezzo o strumento di comunicazione o commercio) negli Altri Paesi.

Non saranno accettate eventuali adesioni all'Offerta conseguenti ad attività di sollecitazione poste in essere in violazione delle limitazioni di cui sopra.

Il Documento di Offerta non costituisce e non potrà essere interpretato quale offerta di strumenti finanziari rivolta a soggetti residenti negli Altri Paesi. Nessuno strumento può essere offerto o compravenduto negli Altri Paesi in assenza di specifica autorizzazione in conformità alle applicabili disposizioni della legge locale di detti paesi ovvero di deroga rispetto alle medesime disposizioni.

L'adesione all'Offerta da parte di soggetti residenti in paesi diversi dall'Italia può essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni previsti da disposizioni di legge o regolamentari. È esclusiva responsabilità dei destinatari dell'Offerta conformarsi a tali norme e, pertanto, prima di aderire all'Offerta, verificarne l'esistenza e l'applicabilità, rivolgendosi ai propri consulenti.

#### **F.6 Data di pagamento del Corrispettivo**

La consegna del Corrispettivo in Azioni e il pagamento del Corrispettivo in Denaro ai titolari della Azioni BF portate in adesione all'Offerta saranno effettuati il quinto Giorno di Borsa Aperta successivo alla data di chiusura del Periodo di Adesione e, pertanto, fatte salve le eventuali proroghe dell'Offerta che dovessero intervenire in conformità alle vigenti disposizioni di legge o di regolamento, il 23 giugno 2017 (la **Data di Pagamento del Corrispettivo**).

In caso di proroga del Periodo di Adesione, il pagamento avverrà il quinto Giorno di Borsa Aperta successivo alla data di chiusura del Periodo di Adesione come prorogato. La nuova data di pagamento così determinata sarà resa nota dall'Offerente tramite comunicato pubblicato ai sensi dell'art. 36, comma 3, del Regolamento Emittenti.

Nessun interesse sarà corrisposto sul Corrispettivo in Denaro tra la data di Adesione all'Offerta e la Data di Pagamento del Corrispettivo.

Per tutto il periodo in cui le Azioni BF risulteranno vincolate all'Offerta e, quindi, sino alla Data di Pagamento del Corrispettivo, gli Aderenti all'Offerta potranno esercitare i diritti patrimoniali (quale il diritto di opzione) e sociali (quale il diritto di voto) relativi alle Azioni BF che resteranno nella titolarità degli stessi Aderenti. Nel medesimo periodo, gli Aderenti non potranno cedere, in tutto o in parte, e comunque effettuare atti di disposizione aventi ad oggetto le Azioni BF portate in adesione all'Offerta.

Alla Data di Pagamento del Corrispettivo, Equita trasferirà le Azioni BF complessivamente apportate all'Offerta su un conto deposito titoli dell'Offerente. Dalla Data di Pagamento del Corrispettivo, gli Aderenti all'Offerta non potranno pertanto più esercitare i diritti patrimoniali e sociali pertinenti le Azioni BF.

Ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 2343-*quater* e 2440 del Codice Civile, è previsto che gli amministratori dell'Offerente rilascino, entro il termine di 30 giorni dall'esecuzione del conferimento ovvero, se successiva, dalla data di iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione di aumento del capitale, una dichiarazione contenente le informazioni di cui alle lettere a), b), c), d), ed e) dell'art. 2343-*quater*, comma 3, del Codice Civile, ossia: (a) la descrizione dei beni oggetto di conferimento (nel caso di specie, le Azioni BF) per i quali non si sia fatto ricorso alla relazione di cui all'art. 2343, comma 1, del Codice Civile; (b) il valore attribuito a detti beni, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (c) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (d) la dichiarazione che non sono intervenuti, successivamente alla

data cui si riferisce la valutazione redatta dall'esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, fatti eccezionali o nuovi fatti rilevanti che incidono sulla valutazione di cui alla lettera (b) che precede; e (e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile. Ai sensi dell'art. 2343-quater, comma 4, del Codice Civile, fino a quando la dichiarazione con i contenuti di cui alle lettere (a), (b), (c), (d) ed (e) non sia iscritta nel Registro delle Imprese di Milano, le Azioni BF Holding di nuova emissione saranno inalienabili e dovranno restare depositate presso BF Holding.

La dichiarazione degli amministratori dell'Offerente, rilasciata ai sensi dell'art. 2343-quater, comma 4, del Codice Civile, sarà iscritta nel registro delle imprese di Milano entro il 20 giugno 2017 e, in ogni caso, entro la Data di Pagamento del Corrispettivo.

#### **F.7 Modalità di pagamento del Corrispettivo**

Il Corrispettivo OPAS è costituito dal Corrispettivo Originario ovvero, in alternativa, dal Corrispettivo Alternativo.

Per ciascuna Azione BF portata in adesione all'Offerta il Corrispettivo Originario è costituito da:

- (i) n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione; e
- (ii) una componente in denaro, pari ad Euro 1,05.

Per ciascuna Azione BF portata in adesione all'Offerta il Corrispettivo Alternativo che sarà riconosciuto solo in caso di esercizio da parte degli Aderenti dell'Opzione Corrispettivo Alternativo è costituito da:

- (i) n. 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle altre azioni BF Holding in circolazione; e
- (ii) una componente in denaro, pari ad Euro 2,25.

Tenendo conto dei resti che comporterebbe il Corrispettivo Alternativo, questo è strutturato in modo da prevedere che gli Aderenti che optino per il Corrispettivo Alternativo ricevano 19 Azioni BF Holding e la somma di Euro 4,5 per ogni 2 Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione.

Per maggiori informazioni in merito al Corrispettivo OPAS si rinvia al Paragrafo E.1 della Sezione E (*"Indicazione del corrispettivo unitario e sua determinazione"*) del Documento di Offerta.

Alla Data di Pagamento del Corrispettivo, il Corrispettivo OPAS sarà corrisposto tramite Equita dall'Offerente agli Intermediari Incaricati, i quali a loro volta trasferiranno i fondi agli Intermediari Depositari, affinché provvedano al trasferimento delle Azioni BF Holding agli Aderenti in conformità alle istruzioni fornite dagli Aderenti stessi (o dai loro mandatarî) all'atto dell'adesione e con le modalità specificate nella Scheda di Adesione.

Nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario. In linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

L'Aderente all'Offerta non sopporterà alcun costo in relazione all'Offerta stessa.

L'obbligazione dell'Offerente di corrispondere il Corrispettivo OPAS ai sensi dell'Offerta si intenderà adempiuta nel momento in cui il relativo Corrispettivo OPAS sarà stato trasferito agli Intermediari Incaricati. Resta ad esclusivo carico degli Aderenti all'Offerta il rischio che tali Intermediari Incaricati o gli Intermediari Depositari non provvedano a trasferire tali corrispettivi, ovvero ne ritardino il trasferimento, agli Aderenti.

#### **F.8 Legge regolatrice dei contratti stipulati tra l'Offerente ed i possessori degli strumenti finanziari dell'Emittente nonché della giurisdizione competente**

In relazione all'adesione alla presente Offerta, la legge regolatrice è la legge italiana.

#### **F.9 Termini e modalità di restituzione delle Azioni BF in caso di inefficacia dell'Offerta e/o di riparto**

In caso di mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding con conseguente inefficacia dell'Offerta, le Azioni BF portate in adesione all'Offerta saranno restituite nella disponibilità dei rispettivi titolari, senza addebito di oneri o spese a loro carico, entro il primo Giorno di Borsa Aperta successivo alla data in cui sarà comunicato il mancato perfezionamento dell'Offerta.

## **G. MODALITA' DI FINANZIAMENTO, GARANZIE DI ESATTO ADEMPIMENTO E PROGRAMMI FUTURI DELL'OFFERENTE**

### **G.1 Modalità di finanziamento dell'Offerta**

Il Corrispettivo Originario in Denaro e il Corrispettivo Alternativo in Denaro verranno finanziati dall'Offerente ricorrendo a mezzi propri derivanti dall'Aumento di Capitale Soci BFH e dalla sottoscrizione e liberazione del POC.

### **G.2 Garanzie di esatto adempimento relative all'operazione**

In data 13 febbraio 2017 il Consiglio di Amministrazione ha determinato il valore di emissione di ciascuna Azione BF Holding a servizio dell'Offerta e da assegnare a ciascun Aderente alla medesima.

A garanzia dell'esatto adempimento dell'obbligazione di pagamento del Corrispettivo OPAS per la parte di Corrispettivo in Azioni, assunta dall'Offerente ai termini e alle condizioni di cui al Documento di Offerta, l'assemblea straordinaria dei soci dell'Offerente in data 22 marzo 2017 ha deliberato l'Aumento di Capitale OPAS. L'Offerente, pertanto non deve porre in essere ulteriori adempimenti societari per dare corso all'Offerta e, quindi all'emissione delle Azioni BF Holding.

A garanzia dell'esatto adempimento dell'obbligazione di pagamento del Corrispettivo OPAS e dei corrispettivi dovuti, al ricorrere dei relativi presupposti, alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF e alla Data di Pagamento del Corrispettivo per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF, per la parte di Corrispettivo in Denaro assunta dall'Offerente quest'ultimo ha trasferito l'importo di Euro 21.791.721,00 in un deposito vincolato e di immediata liquidabilità, intrattenuto presso Banca Popolare di Milano S.p.A., e ha conferito a quest'ultima mandato irrevocabile, in quanto nell'interesse di terzi, a che l'importo in questione sia impiegato esclusivamente per effettuare, in nome e per conto dell'Offerente, i pagamenti in denaro necessari in conseguenza delle adesioni all'Offerta e per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF nonché dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per l'esercizio del Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF.

### **G.3 Motivazioni dell'operazione e programmi futuri elaborati dall'Offerente**

#### *Il Progetto Industriale*

L'OPAS e la Quotazione delle Azioni BF Holding si inseriscono nel contesto dell'Operazione in forza della quale il Gruppo intende riorganizzare le attività e la struttura del Gruppo medesimo nonché dare esecuzione al Piano Industriale 2017-2019 che si inserisce nel contesto del più ampio Progetto Industriale relativo al periodo 2017-2025.

Per le informazioni relative al Progetto Industriale si rinvia al Paragrafo 6.1.1, Capitolo VI, Sezione Prima, pagine 121 e seguenti, del Prospetto Informativo, che si intende qui interamente incorporato mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti

Per le informazioni relative al Piano Industriale 2017-2019, si rinvia al Capitolo XIII, Sezione Prima, pagine 170 e seguenti, del Prospetto Informativo, che si intende qui interamente incorporato mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Con riferimento ai fattori di rischio connessi al Piano Industriale 2017-2019, si rinvia al Paragrafo 4.1.1, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 77 e seguenti, e al Paragrafo 4.1.4, Capitolo IV, Sezione Prima, del Prospetto Informativo, pagine 85 e seguenti, inclusi mediante riferimento nel Documento di Offerta ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Gli obiettivi principali del Progetto Industriale sono rappresentati, in particolare (i) dalla concentrazione delle attività prettamente agricole in una società non quotata (l'attuale Bonifiche Ferraresi, le cui azioni saranno quindi in ultimo revocate dalla quotazione), e (ii) dallo svolgimento di attività complementari da parte dell'Offerente, che diventerà una società operativa e per le cui azioni è stata chiesta ed ottenuta l'ammissione a quotazione sul MTA. Il Progetto Industriale mira infatti ad ampliare le attività attualmente svolte da Bonifiche Ferraresi e da BF Holding tramite (i) l'estensione delle attività del Gruppo, ad ambiti integrati e complementari a quello agricolo (e.g., consulenza, trasformazione e commercializzazione della merce); (ii) la verticalizzazione delle filiere ovvero integrazione a monte e a valle, da realizzarsi attraverso *partnership* con operatori del settore che consentano il consolidamento di un presidio sulla filiera alimentare italiana; (iii) l'ampliamento del comparto produttivo per la diversificazione delle categorie merceologiche; e (iv) la valorizzazione del patrimonio immobiliare.

Le attività previste dal Progetto Industriale sono riportate di seguito:

- (i) attività di ricerca e sviluppo in ambito agro-industriale, biotecnologico e bio-energetico che consenta di diffondere le *best practice* di settore tramite attività di formazione e consulenza; in particolare il

Gruppo vuole diventare punto di riferimento per la community agricola italiana, erogando, tra l'altro, servizi di agricoltura di precisione volti a migliorare la competitività delle aziende italiane;

- (ii) attività di trasformazione e commercializzazione di merce, anche di provenienza esterna al Gruppo, ma esclusivamente italiana; la trasformazione riguarderà, in particolare, riso, orzo, legumi e piante officinali;
- (iii) verticalizzazione delle filiere ovvero integrazione a monte e a valle, da realizzarsi attraverso *partnership* con operatori del settore che consentano il consolidamento di un presidio sulla filiera alimentare italiana; l'obiettivo è creare una filiera produttiva tutta italiana su alcune culture a partire dallo sviluppo delle sementi fino alla realizzazione del prodotti finito pronto per il consumo;
- (iv) ampliamento del comparto produttivo finalizzato a diversificare le categorie merceologiche trattate; sono previsti l'ingresso nella filiera dell'olio e l'introduzione della coltivazione dei semi minuti;
- (v) valorizzazione del patrimonio immobiliare mediante recupero architettonico e paesaggistico degli immobili presenti sui terreni di proprietà.

#### Cessione di Ramo d'Azienda

Nell'ambito della Riorganizzazione e in conformità a quanto previsto ai sensi dell'Accordo di Investimento, BFH e Bonifiche Ferraresi si sono impegnate a fare tutto quanto necessario ed opportuno per far sì che, entro la Data di Inizio delle Negoziazioni, sia trasferita da Bonifiche Ferraresi a BFH la Struttura Amministrativa e Gestionale di BF composta da 11 dipendenti (di cui 2 dirigenti, 2 quadri e 7 impiegati), i contratti e gli altri beni materiali e immateriali connessi alla medesima funzione amministrativa e gestionale quali, a titolo indicativo e non esaustivo, le macchine elettroniche, i mobili e gli arredi d'ufficio, le licenze di utilizzo dei *software* applicativi di natura contabile e gestionale e le autovetture aziendali assegnate come *fringe benefits* ai dipendenti di tale funzione amministrativa e gestionale.

Il Prezzo Provvisorio per il trasferimento di tale Struttura Amministrativa e Gestionale è stato provvisoriamente stabilito da BFH e da Bonifiche Ferraresi nell'Accordo di Investimento in Euro 40.000,00, determinato tenendo conto del valore delle attività e delle passività incluse nel ramo d'azienda da trasferire alla data del 31 dicembre 2016. Il Prezzo Definitivo per il trasferimento della Struttura Amministrativa e Gestionale BF verrà determinato sulla base di un'apposita situazione patrimoniale del ramo di azienda in oggetto, redatta con riferimento alla data di perfezionamento dell'atto di Cessione di Ramo d'Azienda. Le modalità di pagamento del Prezzo Provvisorio da BF Holding a BF e l'eventuale rettifica dello stesso sulla base del Prezzo Definitivo saranno regolati dall'atto notarile di Cessione di Ramo d'Azienda. Tale atto sarà perfezionato entro la fine del Periodo di Adesione ed acquisterà efficacia a decorrere dalla Data di Inizio delle Negoziazioni.

Alla Data del Documento di Offerta non è stato stabilito un limite massimo con riferimento all'ammontare del Prezzo Definitivo che, come precisato, sarà determinato in accordo tra le parti sulla base di un inventario appositamente redatto che includa i valori correnti delle attività e passività da trasferire alla data dell'atto di Cessione di Ramo d'Azienda.

#### Progetto Alternativo di Riorganizzazione

In caso di mancato raggiungimento della Soglia Minima OPAS ovvero di raggiungimento da parte dell'Offerente della Soglia Minima OPAS ma di mancata Quotazione delle Azioni BF Holding e, dunque, di mancato perfezionamento dell'OPAS, attuazione del Progetto Alternativo di Riorganizzazione che contemplerà (A) l'esecuzione – nell'arco dei tempi tecnici necessari allo scopo e comunque non oltre la Data di Scadenza del POC – della Fusione, sulla scorta di un concambio che sarà determinato in funzione dei *fair value* di BF Holding e di Bonifiche Ferraresi, (B) il successivo scorporo delle attività agricole svolte ad oggi da Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima, e (C) l'ampliamento dell'attuale ambito di operatività di Bonifiche Ferraresi, le cui azioni resteranno quotate sul MTA. Si ricorda che in relazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione ed ai termini ai quali lo stesso sarà perfezionato, alla Data del Documento di Offerta non è stata assunta alcuna deliberazione da parte dei competenti organi sociali dell'Offerente e/o dell'Emittente.

#### **G.4 Ricostituzione del flottante**

Nel caso in cui, ad esito dell'Offerta, l'Offerente venisse a detenere, per effetto delle adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori della medesima, ai sensi della normativa applicabile, durante il Periodo di Adesione una partecipazione complessiva superiore al 90%, ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente dichiara sin d'ora la propria intenzione di non ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

In tale circostanza l'Offerente adempirà all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF ad un corrispettivo per Azione BF determinato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 4 e 5, del TUF.

L'Offerente comunicherà mediante apposito comunicato, che sarà pubblicato in tempo utile prima di dar corso all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, le informazioni relative alla determinazione e l'entità del Corrispettivo Integrale in Denaro.

L'Offerente comunicherà l'eventuale sussistenza dei presupposti per l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, nel Comunicato sui Risultati Definitivi dell'Offerta. In tale sede verranno fornite indicazioni circa: (i) il quantitativo delle Azioni BF residue (in termini assoluti e percentuali); (ii) le modalità e i termini con cui l'Offerente adempirà all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF; e (iii) e le indicazioni sulla tempistica di revoca delle Azioni BF dalla quotazione.

Si segnala, inoltre, che, a norma dell'art. 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, laddove si realizzino le condizioni di cui all'art. 108, comma 2, del TUF, le Azioni BF saranno revocate dalla quotazione a decorrere dal Giorno di Borsa Aperta successivo all'ultimo giorno di pagamento del corrispettivo dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, salvo quanto indicato di seguito in relazione alla Procedura Congiunta. In tal caso, i titolari delle Azioni BF che decidano di non aderire all'Offerta e che non richiedano all'Offerente di acquistare le loro Azioni BF in virtù dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF, saranno titolari di strumenti finanziari non negoziati in alcun mercato regolamentato, con conseguente difficoltà di liquidare il proprio investimento.

Nell'ipotesi in cui, a seguito dell'Offerta, l'Offerente venisse a detenere – per effetto delle Adesioni all'Offerta e/o di acquisti eventualmente effettuati al di fuori dell'Offerta medesima ai sensi della normativa applicabile entro il Periodo di Adesione e/o in adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF – un numero di Azioni BF tali da portare la partecipazione complessiva dell'Offerente nel capitale sociale dell'Emittente ad una percentuale almeno pari al 95%, l'Offerente dichiara di esercitare il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111 del TUF dando corso contestualmente all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF. Il Diritto di Acquisto e l'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF, saranno esercitati/adempiuti non appena possibile dopo la conclusione dell'Offerta o dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF.

L'Offerente, esercitando il Diritto di Acquisto, adempirà all'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e, dunque, all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 1, TUF, nei confronti degli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta, dando pertanto corso alla Procedura Congiunta.

L'Offerente comunicherà mediante apposito comunicato, che sarà pubblicato in tempo utile prima di dar corso alla Procedura Congiunta, le informazioni relative alla determinazione e l'entità del Corrispettivo Integrale in Denaro. Il corrispettivo sarà fissato ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 108, commi 3 o 4 e 5, del TUF.

L'Offerente renderà noto se si siano verificati o meno i presupposti di legge per l'adempimento dell'Obbligo di Acquisto ai sensi dell'art. 108, comma 1, del TUF e per l'esercizio del Diritto di Acquisto nel Comunicato sui Risultati Definitivi dell'Offerta, ovvero nel comunicato relativo ai risultati della procedura di adempimento dell'Obbligo di Acquisto, ai sensi dell'art. 108, comma 2, del TUF. In tale sede verranno fornite indicazioni circa: (i) il quantitativo delle Azioni BF residue (in termini assoluti e percentuali); (ii) le modalità e i termini con cui l'Offerente eserciterà il Diritto di Acquisto ai sensi dell'art. 111, comma 1, del TUF; e (iii) le indicazioni sulla tempistica di revoca delle Azioni BF dalla quotazione.

Ai sensi dell'art. 2.5.1, comma 6, del Regolamento di Borsa, nel caso di esercizio del Diritto di Acquisto, Borsa Italiana disporrà la revoca delle Azioni BF dalla quotazione nel MTA, tenendo conto dei tempi previsti per l'esercizio del Diritto di Acquisto.

**H. EVENTUALI ACCORDI E OPERAZIONI TRA L'OFFERENTE, I SOGGETTI CHE AGISCONO DI CONCERTO CON ESSO E L'EMITTENTE O GLI AZIONISTI RILEVANTI O I COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E CONTROLLO DEL MEDESIMO EMITTENTE**

**H.1 Descrizione degli accordi e delle operazioni finanziarie e/o commerciali che siano stati deliberati o eseguiti, nei dodici mesi antecedenti la pubblicazione dell'Offerta che possano avere o abbiano avuto effetti significativi sull'attività dell'Offerente e/o dell'Emittente**

Fatta eccezione per l'Accordo di Investimento, non ci sono accordi e operazioni finanziarie e/o commerciali che siano stati eseguiti o deliberati tra l'Offerente e/o l'Emittente o gli azionisti rilevanti o i componenti degli organi di amministrazioni e controllo dell'Emittente, nei 12 mesi antecedenti la pubblicazione dell'Offerta, che possano avere o abbiano avuto effetti significativi sull'attività dell'Offerente e/o dell'Emittente.

**H.2 Accordi concernenti l'esercizio del diritto di voto, ovvero il trasferimento delle azioni e/o di altri strumenti finanziari dell'Emittente**

Alla Data del Documento di Offerta, non sono in essere accordi tra l'Offerente e gli azionisti dell'Emittente concernenti l'esercizio del diritto di voto ovvero il trasferimento di azioni e altri strumenti finanziari emessi dall'Emittente.



## **I. COMPENSI AGLI INTERMEDIARI**

A titolo di corrispettivo per le funzioni svolte nell'ambito dell'Offerta, l'Offerente riconoscerà e liquiderà i seguenti compensi, a titolo di commissione inclusiva di ogni e qualsiasi compenso per l'attività di intermediazione:

- (i) all'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, una commissione fissa di ammontare complessivo pari a Euro 120.000,00, per l'organizzazione e il coordinamento delle attività di raccolta delle adesioni all'Offerta; e
- (ii) a ciascun Intermediario Incaricato, (ivi incluso l'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni):
  - a. una commissione di ammontare pari allo 0,15% del controvalore delle Azioni BF portate in adesione per il loro tramite e/o indirettamente per il tramite degli Intermediari Depositari che le abbiano agli stessi consegnate; e
  - b. un diritto fisso di ammontare pari a Euro 5,00 per ogni Scheda di Adesione presentata.

Gli Intermediari Incaricati retrocederanno agli Intermediari Depositari il 50% delle commissioni di cui al precedente punto (ii)a relative al controvalore delle Azioni BF acquistate per il tramite di questi ultimi, nonché l'intero diritto fisso di cui al precedente punto (ii)b.

## **J. IPOTESI DI RIPARTO**

L'Offerta ha per oggetto la totalità delle Azioni BF esistenti alla Data del Documento di Offerta non detenute dall'Offerente e pertanto non sono previste ipotesi di riparto.

## K. DILUIZIONE DERIVANTE DALL'OFFERTA

Le Azioni BF Holding a servizio dell'Offerta saranno emesse con esclusione del diritto di opzione, in quanto offerte in scambio agli azionisti di BF. Ne consegue una diluizione per gli attuali azionisti di BF Holding nel capitale sociale della medesima.

La percentuale di diluizione degli attuali azionisti nel capitale sociale di BF Holding dipenderà dall'esito dell'Offerta in quanto la quantità di Azioni BF Holding da emettere a servizio dell'Offerta stessa dipenderà dal numero di adesioni e dal Corrispettivo OPAS prescelto.

In particolare, tenuto conto che le Azioni BF Holding da assegnarsi quale Componente in Azioni del Corrispettivo Originario ovvero quale Componente in Azioni del Corrispettivo Alternativo agli Aderenti all'Offerta potranno essere pari:

- (i) a massime n. 17.052.200 Azioni BF Holding, nel caso in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Originario, ovvero
- (ii) a massime n. 16.199.590 Azioni BF Holding, nel caso in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Alternativo,

la diluizione degli attuali azionisti di BF Holding nel capitale sociale dell'Offerente potrà essere pari:

1. al 12,231% nell'ipotesi in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Originario e, ad esito dell'Offerta, BFH detenga il 100% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi;
2. al 7,105% nell'ipotesi in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Originario e, ad esito dell'Offerta, BFH detenga il 90% + 1 Azione BF del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi;
3. al 11,713% nell'ipotesi in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Alternativo, ad esito dell'Offerta, BFH detenga il 100% del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi;
4. al 6,781% nell'ipotesi in cui tutti gli Aderenti scelgano il Corrispettivo Alternativo e, ad esito dell'Offerta, BFH detenga il 90% + 1 Azione BF del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi.

Quanto indicato nei precedenti paragrafi (i) e (ii) assume che da tutti gli Aderenti siano titolari di un numero pari di Azioni BF. Si ricorda infatti che nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario e che, in linea con quanto precede, l'Aderente che porti in adesione all'Offerta 1 sola Azione BF non avrà facoltà di scegliere tra il Corrispettivo Originario ed il Corrispettivo Alternativo, avendo diritto a ricevere il Corrispettivo Originario.

Per maggiori informazioni sulla composizione dell'azionariato dell'Offerente post quotazione sul MTA delle Azioni BF Holding, come risultante nei diversi scenari configurabili nell'ambito della Operazione, si rinvia al Paragrafo 18.1, Capitolo VIII, Sezione Prima, pagine 236 e seguenti del Prospetto Informativo, che si intende qui interamente incorporato mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

Al fine di assicurare che, laddove si sia avverata la Condizione di Efficacia dell'OPAS, laddove si avveri la Condizione di Efficacia dell'OPAS, in presenza di una sufficiente diffusione sul mercato, Borsa Italiana disponga l'inizio delle negoziazioni, nel corso del periodo intercorrente tra il 19 maggio 2017 ed il 22 maggio 2017 ciascuno dei Soci BFH ha rilasciato una dichiarazione scritta a termini della quale ha (i) confermato che la propria partecipazione in BF Holding è rimasta invariata a decorrere dalla data in cui ha avuto esecuzione l'Aumento di Capitale Soci BFH e (ii) assunto l'impegno a mantenere l'entità di tale partecipazione immutata sino alla Data di Inizio delle Negoziazioni. Inoltre, in data 22 maggio 2017 CDP Equity ha dichiarato di non detenere azioni nel capitale sociale di BF Holding e ha confermato che la conversione automatica delle Obbligazioni CDP Equity in n. 20.833.333 azioni BF Holding avrà luogo solo alla Data di Inizio delle Negoziazioni.

## **L. APPENDICI**

1. Comunicato ai sensi dell'art. 102 del TUF.
2. Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, corredato dal parere degli amministratori indipendenti e delle *fairness opinion* rilasciate da Banca IMI S.p.A. e da Colombo&Associati.
3. Relazioni della società di revisione degli ultimi tre esercizi.
4. Perizia dell'esperto indipendente, Prof. Mauro Bini, attestante il valore delle azioni di Bonifiche Ferraresi oggetto dell'OPAS, redatta ai sensi dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile, e nota integrativa del 10 aprile 2017.
5. Parere di congruità del Collegio Sindacale della Società sul prezzo di emissione delle Azioni BF Holding, di cui all'art. 2441, comma 6, del Codice Civile.
6. Scheda di Adesione.

**M. DOCUMENTI CHE L'OFFERENTE DEVE METTERE A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO, ANCHE MEDIANTE RIFERIMENTO, E LUOGHI O SITI NEI QUALI TALI DOCUMENTI SONO DISPONIBILI PER LA CONSULTAZIONE**

Il Documento di Offerta è a disposizione degli interessati presso:

- (i) la sede legale dell'Offerente, in Milano, Via Daniele Manin, n. 23;
- (ii) la sede legale di Equita in qualità di Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, in Milano, via Turati, n. 9
- (iii) la sede legale degli Intermediari Incaricati;
- (iv) il sito internet del Gruppo, [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it);
- (v) il sito internet del Global Information Agent [www.sodali-transactions.com](http://www.sodali-transactions.com).

**M.1. Documenti relativi all'Offerente**

I documenti di seguito indicati relativi all'Offerente sono a disposizione degli interessati presso la sede sociale dell'Offerente in Milano, Via Daniele Manin, n. 23, la sede legale dell'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, Equita SIM S.p.A., in Milano, via Turati 9, sul sito internet del Gruppo [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it) e sul sito internet del Global Information Agent [www.sodali-transactions.com](http://www.sodali-transactions.com):

- a) ultimo bilancio di esercizio corredato della relazione della società di revisione; e
- b) ultimo bilancio consolidato di gruppo.

Per le relazioni della società di revisione all'ultimo bilancio consolidato dell'Offerente si rinvia al Paragrafo 20.4.1, Capitolo XX, Sezione Prima, pagine 290 e seguenti del Prospetto Informativo che si intende qui interamente incorporato mediante riferimento ai sensi dell'Allegato 2A del Regolamento Emittenti.

**M.2. Documenti relativi all'Emittente**

I documenti di seguito indicati relativi all'Emittente sono a disposizione degli interessati presso la sede sociale dell'Emittente, in Jolanda di Savoia (FE), Via Cavicchini n. 2, la sede legale dell'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, Equita S.p.A., in Milano, via Turati 9, sul sito internet del Gruppo [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it) e sul sito internet del Global Information Agent [www.sodali-transactions.com](http://www.sodali-transactions.com):

- a) relazione finanziaria dell'ultimo esercizio, comprendente il bilancio d'esercizio,
- b) la relazione sulla gestione;
- c) le relazioni dell'organo di controllo e della società di revisione.

## DICHIARAZIONE DI RESPONSABILITÀ

La responsabilità della completezza e veridicità dei dati e delle notizie contenuti nel presente Documento d'Offerta è in capo all'Offerente.

L'Offerente dichiara che, per quanto a sua conoscenza, i dati contenuti nel Documento d'Offerta rispondono alla realtà e non vi sono omissioni che ne possano alterare la portata.

B.F. Holding S.p.A.

  
Prof.ssa Rossella Locatelli

## COMUNICATO STAMPA

Comunicazione ai sensi dell'Articolo 102 del D. Lgs. n. 58/1998 e dell'Articolo 37 del regolamento adottato da Consob con delibera n. 11971/1999

### OFFERTA PUBBLICA VOLONTARIA DI ACQUISTO E SCAMBIO PROMOSSA DA B. F. HOLDING S.P.A. SULLA TOTALITÀ DELLE AZIONI DI BONIFICHE FERRARESI S.P.A. SOCIETÀ AGRICOLA

Milano, 22 marzo 2017 – A seguito della realizzazione dei presupposti illustrati nel comunicato stampa diffuso da Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola (**Bonifiche Ferraresi** o **l'Emittente**) in data 13 febbraio 2017 (il **Comunicato di Bonifiche**) ai sensi dell'Articolo 114 del D. Lgs. n. 58/1998 (il **TUF**), B.F. Holding S.p.A. (**BF Holding** o **l'Offerente**) comunica, ai sensi dell'Articolo 102, comma 1, del TUF e dell'Articolo 37 del regolamento adottato da Consob con delibera n. 11971/1999 (il **Regolamento Emittenti**), la propria intenzione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (**l'OPAS**) avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi (le **Azioni Bonifiche Ferraresi**) da essa non detenute.

Per ciascuna delle n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi oggetto dell'OPAS, BF Holding riconoscerà un corrispettivo composto da (i) n. 10 azioni ordinarie di BF Holding di nuova emissione (di seguito, ciascuna azione di BF Holding, sia essa o meno di nuova emissione, è definita come una **Azione BF Holding**) e (ii) la somma di Euro 1,05.

Il perfezionamento dell'OPAS sarà subordinato alla quotazione delle Azioni BF Holding (la **Quotazione di BF Holding**) sul Mercato Telematico Azionario (**l'MTA**) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (**Borsa Italiana**) e all'adesione all'OPAS da parte di un numero di soci dell'Emittente sufficiente a consentire a BF Holding di acquisire una partecipazione complessiva superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi e pertanto, come meglio specificato *infra* nel presente comunicato, di ottenere conseguentemente la revoca dalla quotazione delle Azioni Bonifiche Ferraresi dal MTA (il **De-Listing di Bonifiche Ferraresi**).

Di seguito si riportano i termini e gli elementi essenziali dell'OPAS. Per una completa descrizione e valutazione dell'OPAS, si rinvia al documento di offerta che sarà reso disponibile dall'Offerente ai sensi dell'Articolo 102, comma 3 del TUF, nei tempi e nei modi previsti dalle disposizioni normative e regolamentari applicabili (il **Documento di Offerta**).

#### 1. Presupposti giuridici e motivi dell'OPAS

##### 1.1 *Presupposti giuridici*

L'OPAS è un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (che sarà promossa ai sensi e per gli effetti degli Articoli 102 e seguenti del TUF e delle disposizioni di attuazione contenute nel Regolamento Emittenti) avente ad oggetto la totalità delle n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi non detenute dell'Offerente.

##### 1.2 *Motivi*

L'OPAS si inserisce nel contesto di una più ampia operazione di carattere societario e industriale (**l'Operazione**) finalizzata a riorganizzare le attività e la struttura di BF Holding e dell'Emittente (collettivamente, il **Gruppo Bonifiche**) e a dare in tal modo esecuzione ad un nuovo progetto industriale elaborato da BF Holding (il **Progetto Industriale**).

In forza dell'Operazione, laddove l'OPAS avesse successo, i soci di Bonifiche Ferraresi scambierebbero l'attuale partecipazione detenuta nell'Emittente con una nuova partecipazione in BF Holding, in un unico contesto che prevede inoltre la Quotazione di BF Holding e il De-Listing di Bonifiche Ferraresi.

In base al livello di adesione all'OPAS, BF Holding verrebbe pertanto a detenere una percentuale del capitale sociale dell'Emittente variabile tra un minimo del 90% e un massimo del 100%. L'Emittente continuerebbe a svolgere le attività prettamente agricole contemplate dal suo oggetto sociale, sempre in veste di imprenditore agricolo professionale. Nel contempo, l'Offerente cesserebbe di essere una pura *holding* di partecipazioni e, sia in via diretta che indiretta, sarà destinata a operare in ambiti integrati e complementari al settore agricolo, quali la consulenza, la trasformazione e la commercializzazione delle materie prime. Il Progetto Industriale permetterà di verticalizzare le filiere e consentirà l'ampliamento del comparto produttivo per la diversificazione delle categorie merceologiche e la valorizzazione del patrimonio immobiliare del Gruppo Bonifiche.

### 1.3 L'Operazione

Come già reso noto al mercato attraverso il Comunicato di Bonifiche, i termini e le modalità di attuazione dell'Operazione sono disciplinati da un accordo di investimento (**l'Accordo di Investimento**) perfezionato in data 13 febbraio 2017 tra l'Offerente, l'Emittente e Cdp Equity S.p.A. (**Cdp Equity**).

Ai sensi dell'Accordo di Investimento è previsto che l'Operazione sia realizzata attraverso una serie di fasi successive, che si sono in parte già realizzate in data odierna. In particolare, in conformità a quanto stabilito dell'Accordo di Investimento, quest'oggi:

- (i) l'assemblea straordinaria dell'Offerente ha assunto all'unanimità le delibere aventi rispettivamente ad oggetto:
  - a. l'eliminazione del valore nominale delle Azioni BF Holding;
  - b. l'approvazione di un primo aumento di capitale in denaro per un importo complessivo di Euro 10.000.000,00 (di cui Euro 5.833.344,00 a titolo di sovrapprezzo), con emissione di n. 4.166.656 nuove Azioni BF Holding, offerte in opzione ai soci attuali dell'Offerente ad un prezzo unitario di sottoscrizione di Euro 2,40, imputato per Euro 1,40 a sovrapprezzo (**l'Aumento di Capitale Soci BF Holding**);
  - c. l'emissione di n. 50.000 obbligazioni del valore unitario di Euro 1.000,00 (le **Obbligazioni BF Holding**), nell'ambito di un prestito obbligazionario dell'ammontare complessivo di Euro 50.000.000,00, riservato a Cdp Equity, della durata massima di 18 mesi (il **POC**). A seconda dei casi, le Obbligazioni BF Holding saranno (A) automaticamente convertite in Azioni BF Holding alla data in cui avrà avvio la negoziazione delle Azioni BF Holding sul MTA (la **Data della Quotazione di BF Holding**); ovvero (B) automaticamente convertite in Azioni BF Holding immediatamente prima che divenga efficace la fusione inversa di BF Holding in Bonifiche Ferraresi (la **Fusione**), cui l'Offerente e l'Emittente intendono dare seguito nel contesto di un diverso e alternativo progetto di riorganizzazione, da attuarsi - come meglio illustrato al paragrafo 14. che segue - esclusivamente laddove l'OPAS non fosse perfezionata (il **Progetto Alternativo di Riorganizzazione**); ovvero ancora (C) rimborsate a scadenza da BF Holding, in denaro o, a scelta dell'Offerente, mediante *datio in solutum* di



Azioni Bonifiche Ferraresi, nell'ipotesi in cui né l'OPAS né la Fusione fossero tempestivamente perfezionate;

- d. un secondo aumento di capitale al servizio del POC (**l'Aumento di Capitale POC**), in via inscindibile e a pagamento, riservato quindi al titolare delle Obbligazioni BF Holding e dunque con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'Articolo 2441, comma 5, del Codice Civile, per un importo complessivo di nominali Euro 20.833.333,00 (oltre a sovrapprezzo pari a Euro 29.166.667,00). In caso di conversione delle Obbligazioni BF Holding, l'Aumento di Capitale POC darà luogo all'emissione di n. 20.833.333 nuove Azioni BF Holding, al prezzo unitario di sottoscrizione di Euro 2,40, imputato per Euro 1,40 a sovrapprezzo;
- e. un terzo aumento di capitale scindibile al servizio dell'OPAS, riservato ai proprietari di Azioni Bonifiche Ferraresi e con esclusione quindi del diritto di opzione ai sensi dell'Articolo 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile (**l'Aumento di Capitale OPAS**). L'Aumento di Capitale OPAS è stato approvato per un importo massimo complessivo di nominali Euro 17.052.200,00 (oltre a sovrapprezzo pari a massimi Euro 23.873.080,00) mediante emissione di un numero massimo di 17.052.200 nuove Azioni BF Holding aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche di tutte le altre Azioni BF Holding in circolazione e un prezzo unitario di sottoscrizione di Euro 2,40 (imputato per Euro 1,40 a sovrapprezzo), da liberarsi entro il 30 settembre 2017, in una o più volte e anche in più *tranche*, esclusivamente mediante il conferimento in natura di Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'OPAS. Ai sensi dell'Articolo 2439, comma 2, del Codice Civile, il capitale sociale di BF Holding si intenderà aumentato di volta in volta in ragione dell'ammontare delle adesioni raccolte nell'ambito dell'OPAS e, ove non integralmente sottoscritto entro il 30 settembre 2017, si intenderà limitato all'importo risultante dalle adesioni complessivamente effettuate entro il suddetto termine;
- f. talune modifiche allo statuto sociale vigente di BF Holding (Articoli 5 (*Durata*), 6 (*Capitale sociale*), 7 (*Trasferimento delle azioni*), 15 (*Consiglio di Amministrazione*) e 18 (*Convocazioni e riunioni*));
- g. l'adozione di un nuovo statuto sociale destinato ad entrare in vigore contestualmente alla Data della Quotazione di BF Holding, che ricalca sostanzialmente le previsioni dell'attuale statuto sociale di Bonifiche Ferraresi e prevede un nuovo meccanismo di nomina degli organi sociali, illustrato sinteticamente al paragrafo 4.1.1 che segue (**il Nuovo Statuto Sociale di BF Holding**);
- h. la presentazione a Borsa Italiana della domanda di ammissione a quotazione delle Azioni BF Holding;

(ii) l'assemblea ordinaria dell'Offerente ha assunto all'unanimità le delibere aventi rispettivamente ad oggetto:

- a. l'approvazione del bilancio di esercizio al 31 dicembre 2016 e la presentazione del bilancio consolidato al 31 dicembre 2016;
- b. la nomina di un nuovo Consiglio di Amministrazione e di un nuovo Collegio Sindacale, a seguito della scadenza del mandato dei precedenti organi sociali in coincidenza con l'approvazione del bilancio di BF Holding relativo all'esercizio conclusosi in data 31 dicembre 2016. Il nuovo Collegio

Sindacale di BF Holding è composto da tre sindaci effettivi e due supplenti, mentre il nuovo Consiglio di Amministrazione è composto da undici membri, ha ricevuto un mandato assembleare della durata di due anni (*i.e.*, sino alla data di approvazione del bilancio dell'Offerente relativo all'esercizio che si concluderà in data 31 dicembre 2018) e avrà – *inter alia* – il compito di avviare l'attuazione del Progetto Industriale;

- (iii) l'Aumento di Capitale Soci BF Holding è stato integralmente versato, per la somma di Euro 10.000.000,00;
- (iv) Cdp Equity ha sottoscritto tutte le Obbligazioni BF Holding, procedendo di conseguenza ad effettuare a favore di BF Holding il versamento dell'importo di Euro 50.000.000,00.

## 2. Condizione dell'OPAS

Come indicato in precedenza, l'OPAS presuppone la (e sarà dunque portata a termine a seguito della) Quotazione di BF Holding e il contestuale De-Listing di Bonifiche Ferraresi, che dovranno avere luogo alla Data della Quotazione di BF Holding. Conseguentemente, nel presupposto che il provvedimento ai sensi dell'Articolo 2.4.2 del regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana (il **Regolamento Borsa**) avente ad oggetto l'ammissione alla Quotazione di BF Holding sia emesso da Borsa Italiana entro l'11 maggio 2017, l'efficacia dell'OPAS sarà condizionata esclusivamente all'adesione alla medesima da parte di un numero di azionisti di Bonifiche Ferraresi tale da consentire a BF Holding di divenire titolare di una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi stessa (la **Condizione di Efficacia dell'OPAS**).

La Condizione di Efficacia dell'OPAS non sarà rinunciabile da parte dell'Offerente.

## 3. Intenzione di revocare dalla negoziazione le Azioni Bonifiche Ferraresi

In caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'Offerente non intende ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi e si avvarrà invece delle previsioni degli Articoli 108 e 111 del TUF. Pertanto:

- (i) obbligo di acquisto ai sensi dell'Articolo 108, comma 2, del TUF - Nel caso in cui BF Holding venisse a detenere, per effetto delle adesioni all'OPAS, una partecipazione complessiva superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente dichiara sin d'ora la propria intenzione di non ripristinare il flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni delle Azioni Bonifiche Ferraresi. In tale circostanza, l'Offerente adempirà all'obbligo di acquistare tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi in circolazione dagli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta, ai sensi di quanto dispone l'Articolo 108, comma 2, del TUF;
- (ii) obbligo di acquisto ai sensi dell'Articolo 108, comma 1, del TUF ed esercizio del diritto di acquisto ai sensi dell'Articolo 111 del TUF - Nel caso in cui BF Holding venisse a detenere, per effetto delle adesioni all'OPAS, una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente, l'Offerente dichiara sin da ora la propria intenzione di avvalersi del diritto di acquistare tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi in circolazione, ai sensi di quanto dispone l'Articolo 111 del TUF (il **Diritto di Acquisto**).

L'Offerente, esercitando il Diritto di Acquisto, si impegna a dare esecuzione all'obbligo di acquisto di cui all'Articolo 108, comma 1, del TUF nei confronti degli azionisti

dell'Emittente che ne facciano richiesta (**l'Obbligo di Acquisto**), dando corso pertanto – al ricorrere dei relativi presupposti di legge – ad un'unica procedura al fine di adempiere all'Obbligo di Acquisto e, contestualmente, esercitare il Diritto di Acquisto.

In caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS si procederà pertanto – ai sensi di quanto precede – al De-Listing di Bonifiche Ferraresi.

Nelle ipotesi di cui agli Articoli 108, comma 1 e comma 2, e 111 del TUF, i soci che si avvarranno dell'obbligo di acquisto da parte di BF Holding o nei confronti dei quali l'Offerente eserciterà il Diritto di Acquisto avranno facoltà di chiedere che ciascuna delle rispettive Azioni Bonifiche Ferraresi (oggetto del Diritto di Acquisto o dell'Obbligo di Acquisto) sia trasferita a BF Holding verso:

- (i) un corrispettivo pari al Corrispettivo Unitario OPAS, come definito e identificato al paragrafo 6.1 che segue; ovvero, in alternativa
- (ii) un corrispettivo, sempre unitario, costituito interamente da denaro e determinato nella somma di Euro 25,05, nel rispetto di quanto stabilisce l'Articolo 50-ter del Regolamento Emittenti (il **Corrispettivo Alternativo in Denaro**).

Ciascun socio di Bonifiche Ferraresi che dovesse avvalersi dell'obbligo di acquisto da parte di BF Holding, o nei confronti del quale l'Offerente eserciterà il Diritto di Acquisto, potrà esercitare la facoltà di ricevere il Corrispettivo Alternativo in Denaro esclusivamente con riferimento a tutte (e non meno di tutte) le Azioni Bonifiche Ferraresi di cui sarà titolare.

#### **4. Soggetti partecipanti all'OPAS**

##### *4.1 L'Offerente e i soggetti controllanti*

L'Offerente, B.F. Holding S.p.A, è una società per azioni con sede legale in Milano, Via Daniele Manin, n. 23, Codice Fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Milano n. 08677760962.

Alla data del 21 marzo 2017 e, quindi, antecedentemente al perfezionamento dell'Aumento di Capitale Soci BF Holding, dell'Aumento di Capitale POC e dell'Aumento di Capitale OPAS (la **Data Pre-Aumenti di Capitale**), il capitale sociale dell'Offerente, sottoscritto e versato, ammontava ad Euro 65.141.071,00 ed era suddiviso in n. 65.141.071 Azioni BF Holding. Le informazioni concernenti la composizione del capitale sociale di BF Holding a seguito dell'Aumento di Capitale Soci BF Holding, dell'Aumento di Capitale POC e dell'Aumento di Capitale OPAS saranno fornite al mercato successivamente alla data di perfezionamento di ciascuna delle operazioni predette.

Si segnala che:

- (i) nell'ambito dell'Operazione non è previsto da parte di alcun socio dell'Offerente il raggiungimento, ad esito dell'Operazione medesima, di una partecipazione in BF Holding superiore al 30% del capitale sociale della stessa;
- (ii) successivamente allo scioglimento del patto parasociale sottoscritto tra tutti gli attuali soci di BF Holding in data 29 luglio 2015, di cui si è data notizia mediante il Comunicato di Bonifiche, all'Offerente non risulta siano stati perfezionati accordi aventi natura parasociale ex Articolo 122 del TUF.

L'Offerente è qualificabile quale "PMI" ai sensi dell'Articolo 1, comma 1, lett. w-*quater*.1), del TUF. Successivamente alla Quotazione di BF Holding, la soglia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti ai sensi dell'Articolo 120 TUF sarà pertanto pari al 5% del capitale sociale con diritto di voto (ai sensi del comma 2 della norma citata).

Ad esito di verifiche preliminari, l'Offerente ritiene che l'esecuzione dell'Operazione non dovrebbe incidere sulla qualifica di "PMI" di BF Holding e pertanto che la stessa dovrebbe mantenere la qualifica predetta anche successivamente alla conversione del POC e della Quotazione di BF Holding.

Secondo le risultanze del libro soci e sulla base delle altre informazioni a disposizione della società, i soggetti che alla Data Pre-Aumenti di Capitale detenevano, direttamente o indirettamente, partecipazioni superiori al 5% del capitale sociale con diritto di voto in BF Holding sono riportati nella tabella che segue:

<b>Azionista</b>	<b>Numero di Azioni</b>	<b>% del capitale sociale</b>
Fondazione Cassa di Risparmio delle Provincie Lombarde	21.533.730	33,06%
RDNA S.r.l.	10.766.865	16,53%
Per S.p.A.	8.613.492	13,22%
Aurelia S.r.l.	6.460.119	9,92%
Cassa di Risparmio di Lucca	4.306.746	6,61%
Autosped G S.p.A.	2.153.373	3,31%
Inalca S.p.A.	2.153.373	3,31%
Agritrans S.r.l.	2.153.373	3,31%
Randi Federspiel Ornella	2.000.000	3,07%
Consorzi Agrari d'Italia S.c.p.a.	1.666.667	2,56%
Farchioni Olii - S.p.A.	833.333	1,28%
Ocrim - Societa' per l'industria meccanica S.p.A.	500.000	0,77%
Banca Popolare di Cortona S.c.p.a.	500.000	0,77%
Consorzio Agrario dell'Emilia – S.c.	500.000	0,77%
Consorzio Agrario del Tirreno S.c.	333.333	0,51%
Bios Line Holding S.r.l.	333.333	0,51%
S.i.s. Società Italiana Sementi - S.p.A.	166.667	0,26%
Consorzio Agrario del Nordest S.c.	166.667	0,26%

Relativamente alla compagine sociale dell'Offerente risultante ad esito dell'Aumento di Capitale Soci BF Holding, dell'Aumento di Capitale POC e dell'Aumento di Capitale OPAS verrà fornita apposita informativa al mercato alla data di completamento di ciascuna delle operazioni predette.

Alla data della presente comunicazione, nessun soggetto esercita il controllo sull'Offerente.

#### *4.1.1 Il Nuovo Statuto Sociale di BF Holding*

Il Nuovo Statuto Sociale di BF Holding replica sostanzialmente i contenuti dell'attuale statuto sociale di Bonifiche Ferraresi, fatta eccezione per quanto segue:

- (i) ai sensi dell'Articolo 13 del Nuovo Statuto Sociale di BF Holding è previsto che il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente sia composto da 11 membri eletti dall'Assemblea degli azionisti sulla base di liste che devono contenere un numero di candidati pari a 11. La procedura di nomina ivi contemplata prevede che: (a) qualora venga presentata 1 sola lista, dalla stessa siano tratti tutti gli 11 membri del Consiglio di Amministrazione; (b) qualora vengano presentate 2 liste, dalla lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti (la **Lista di Maggioranza**) siano tratti 10, 9

ovvero 8 amministratori a seconda che la Lista di Maggioranza abbia ottenuto una percentuale di voto, rispettivamente, (1) pari o superiore al 65%, (2) inferiore al 65% ma almeno pari al 55% ovvero (3) inferiore al 55%; (c) qualora vengano presentate 3 o più liste, dalla Lista di Maggioranza sia tratto un numero di amministratori da 10 a 5 a seconda della percentuale di voti raggiunta dalla Lista di Maggioranza e dalle diverse liste di minoranza;

- (ii) l'Articolo 24 del Nuovo Statuto Sociale di BF Holding disciplina una procedura di nomina del Collegio Sindacale mediante il meccanismo di liste in forza del quale:
  - (a) in caso di presentazione di un'unica lista, vengono eletti i candidati iscritti nella lista medesima e la Presidenza del Collegio spetta al primo di essi secondo l'ordine di elencazione;
  - (b) in caso di presentazione di due liste, dalla lista che abbia ottenuto il maggior numero di voti sono tratti, secondo l'ordine di elencazione, i primi due sindaci effettivi e il primo sindaco supplente e dalla lista che risulta seconda per numero di voti risulta eletto il primo candidato alla carica di sindaco effettivo, che rivestirà anche la carica di Presidente del Collegio Sindacale, e il primo candidato alla carica di sindaco supplente;
  - (c) in caso di presentazione di 3 o più liste, da ciascuna delle 2 liste maggiormente votate è tratto il primo sindaco effettivo e il primo sindaco supplente indicati mentre dalla terza lista maggiormente votata è tratto il primo sindaco effettivo indicato che rivestirà anche la carica di Presidente;
- (iii) l'Articolo 16 del Nuovo Statuto Sociale di BF Holding riserva al Consiglio di Amministrazione la competenza a deliberare su talune materie quali, a titolo esemplificativo: (a) approvazione e/o modifica del *budget* e del *business plan*; (b) investimenti superiori ad Euro 3 milioni se non previsti nel *business plan*; (c) acquisto o dismissione di partecipazioni, aziende, rami d'azienda, immobili, beni mobili, marchi o e in generale di *asset* per valori superiori ad Euro 3 milioni; (d) sistema di governo societario, struttura societaria e relative deleghe.

#### 4.2 *Persone che agiscono di concerto con l'Offerente in relazione all'OPAS*

Non vi sono persone che agiscono di concerto con l'Offerente in relazione all'OPAS.

#### 4.3 *L'Emittente*

L'Emittente, Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola, è una società per azioni di diritto italiano, con sede legale in Jolanda di Savoia (FE), Via Cavicchini n. 2, codice fiscale e iscrizione al Registro delle Imprese di Ferrara n. 00050540384.

Alla data odierna, il capitale sociale di Bonifiche Ferraresi è pari a Euro 8.111.250,00, interamente sottoscritto e versato, ed è suddiviso in n. 7.875.000 Azioni Bonifiche Ferraresi, ordinarie e di valore nominale pari a Euro 1,03 cadauna.

L'Emittente è a sua volta qualificabile quale "PMI" ai sensi del già citato Articolo 1, comma 1, lett. *w-quater*.1). Pertanto, la soglia per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti in Bonifiche Ferraresi ai sensi dell'Articolo 120 TUF è pari al 5% del capitale sociale con diritto di voto.

Alla data della presente comunicazione l'Offerente è proprietaria di n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi, rappresentative di percentuale pari al 78,346% del capitale sociale dell'Emittente.

BF Holding esercita il controllo sull'Emittente ai sensi dell'Articolo 93 TUF.

L'Offerente, inoltre:

- (i) in ossequio a quanto previsto dall'Articolo 25 del D. Lgs. del 9 aprile 1991 n. 127, redige il bilancio consolidato secondo i criteri stabiliti dagli Articoli 26 e seguenti del citato decreto, in conformità ai Principi Contabili Internazionali ("IFRS") emessi dall'International Accounting Standards Board ("IASB") e omologati dall'Unione Europea. Per IFRS si intendono anche tutti i principi contabili internazionali rivisti ("IAS"), tutte le interpretazioni dell'International Financial Reporting Interpretations Committee ("IFRIC"), precedentemente denominate Standing Interpretations Committee ("SIC");
- (ii) sino alla data della presente comunicazione, non ha esercitato attività di direzione e coordinamento ai sensi e per gli effetti degli Articoli 2497 e seguenti del Codice Civile.

Sulla base delle informazioni disponibili a BF Holding, non sussistono altri soggetti (diversi dall'Offerente) che detengano, direttamente o indirettamente, partecipazioni superiori al 5% del capitale sociale con diritto di voto dell'Emittente.

## **5. Categorie e quantitativo degli strumenti finanziari oggetto dell'OPAS**

L'OPAS ha ad oggetto tutte le n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi non detenute da BF Holding.

Le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'OPAS dovranno essere prive di vincoli, pesi o gravami di qualsivoglia genere e natura (reali, obbligatori o personali) e liberamente trasferibili all'Offerente.

## **6. Corrispettivo, pagamento e controvalore complessivo dell'OPAS**

### **6.1 Corrispettivo Unitario OPAS**

Per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'OPAS, BF Holding riconoscerà il seguente corrispettivo unitario (il **Corrispettivo Unitario OPAS**):

- (i) una componente rappresentata da n. 10 Azioni BF Holding di nuova emissione, quotate sul MTA, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche di tutte le altre Azioni BF Holding in circolazione, al prezzo di sottoscrizione di Euro 2,40 per ciascuna azione (la **Componente Azionaria del Corrispettivo Unitario**); e
- (ii) una componente in denaro, pari a Euro 1,05 (la **Componente in Denaro del Corrispettivo Unitario**).

Il Corrispettivo Unitario OPAS è stato fissato alla luce della valutazione di BF Holding risultante dal prezzo di conversione delle Obbligazioni BF Holding, negoziato e convenuto con Cdp Equity e determinato in funzione di una valutazione di BF Holding che esprime un premio implicito di circa il 36% rispetto al prezzo medio di mercato delle Azioni Bonifiche Ferraresi rilevato nei 6 mesi antecedenti la data della riunione del Consiglio di Amministrazione di BF Holding che ha determinato il Corrispettivo Unitario OPAS (*i.e.*, 13 febbraio 2017).

#### **6.1.1 Componente Azionaria del Corrispettivo Unitario**

Il numero massimo di Azioni BF Holding che potrà essere emesso dall'Offerente nell'ambito dell'Aumento di Capitale OPAS al fine di servire la Componente Azionaria del Corrispettivo Unitario OPAS è pari a 17.052.200.

A tale riguardo si segnala quanto segue:

- (i) la procedura di conferimento a BF Holding delle Azioni Bonifiche Ferraresi che verranno portate in adesione all'OPAS sarà attuata ai sensi di quanto dispongono gli Articoli 2343-*ter*, secondo comma, lettera b) e 2343-*quater* del Codice Civile;
- (ii) ai fini di quanto stabilisce detta normativa, la valutazione delle Azioni Bonifiche Ferraresi che dovessero essere conferite a BF Holding è stata effettuata dal Prof. Mauro Bini, in qualità di esperto indipendente ai sensi dell'Articolo 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile;
- (iii) in data 3 marzo 2017 il Prof. Mauro Bini ha completato la propria relazione di stima attestante il valore delle Azioni Bonifiche Ferraresi al 31 dicembre 2016; da tale valutazione, il valore unitario delle Azioni Bonifiche Ferraresi, in linea con quanto previsto dall'Articolo 2343-*ter*, comma 2, lett. b) del Codice Civile, è risultato essere superiore al valore attribuito alle Azioni Bonifiche Ferraresi, rappresentato dal complessivo prezzo di emissione delle n. 10 Azioni BF Holding emesse a fronte dell'apporto di 1 Azione Bonifiche Ferraresi oltre alla porzione della Componente in Denaro del Corrispettivo Unitario; e
- (iv) in data 6 marzo 2017 il Collegio Sindacale di Bonifiche Ferraresi ha emesso il proprio parere di congruità ai sensi dell'Articolo 2441, comma 6, del Codice Civile.

#### *6.1.2 Componente in Denaro del Corrispettivo Unitario*

L'Offerente ha ritenuto di includere nel Corrispettivo Unitario OPAS anche la Componente in Denaro del Corrispettivo Unitario al fine di offrire agli aderenti all'OPAS della liquidità utile a far fronte (almeno in parte) agli eventuali oneri fiscali cui potrebbero essere soggetti per effetto dell'eventuale conseguimento di plusvalenze fiscalmente rilevanti in base al combinato disposto d ai commi 2 e 4 dell'Articolo 9 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

#### *6.2 Pagamento*

Il Corrispettivo Unitario OPAS (e, pertanto, sia la Componente Azionaria del Corrispettivo Unitario sia la Componente in Denaro del Corrispettivo Unitario) sarà accreditato ai titolari della Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'OPAS il quinto giorno di mercato aperto successivo alla data di chiusura del periodo di adesione che sarà concordato con Borsa Italiana e indicato nel Documento di Offerta, salvo eventuali proroghe o modifiche dell'OPAS che dovessero intervenire in conformità alla normativa applicabile.

#### *6.3 Controvalore complessivo dell'OPAS*

Nel caso in cui fossero portate in adesione all'OPAS tutte le n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi attualmente in circolazione, agli azionisti dell'Emittente, laddove decidessero di non esercitare la facoltà di ricevere il Corrispettivo Alternativo in Denaro, verranno assegnati (i) un totale di n. 17.052.200 nuove Azioni BF Holding e (ii) un ammontare complessivo in denaro pari a Euro 1.790.481,00.

In tale ipotesi, il capitale sociale dell'Offerente – anche per effetto dell'Aumento di Capitale Soci BF Holding e dell'Aumento di Capitale POC – sarà rappresentato da n. 107.193.260 Azioni BF Holding. La percentuale del capitale sociale di BF Holding qualificabile come flottante ai sensi dell'Articolo 2.2.2 lett. b) del Regolamento Borsa sarebbe pari al 31,41%.

### **7. Periodo di adesione all'OPAS**

Ai sensi dell'Articolo 40 del Regolamento Emittenti, il periodo di adesione all'OPAS sarà concordato con Borsa Italiana tra un minimo di 15 e un massimo di 40 giorni di mercato aperto, salvo eventuale proroga.

## **8. Partecipazioni, inclusi gli strumenti finanziari derivati che conferiscono una posizione lunga su Bonifiche Ferraresi, detenuti dall'Offerente e dalle persone che agiscono di concerto**

Alla data della presente comunicazione l'Offerente detiene una partecipazione corrispondente al 78,346% del capitale sociale dell'Emittente.

Alla data della presente comunicazione l'Offerente non detiene strumenti finanziari derivati che conferiscano una posizione lunga su Bonifiche Ferraresi.

## **9. Comunicazioni o domande di autorizzazione richieste dalla normativa applicabile**

L'OPAS non è soggetta ad autorizzazioni.

## **10. Applicabilità dell'esenzione di cui all'Articolo 101-bis, comma 3, del TUF**

In considerazione del fatto che l'Offerente detiene la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'Assemblea ordinaria dell'Emittente, ai sensi dell'Articolo 101-bis, comma 3, del TUF all'OPAS non trovano applicazione gli Articoli 102, commi 2 e 5, e 103, comma 3-bis, del TUF e ogni altra disposizione del TUF che pone a carico dell'offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti.

## **11. Comunicato dell'Emittente**

Il comunicato predisposto dall'Emittente ai sensi del combinato disposto degli Articoli 103, comma 3, del TUF e 39 del RE (il **Comunicato dell'Emittente**), contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'OPAS, nonché la valutazione del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente sull'OPAS, è previsto venga approvato in pendenza dell'istruttoria svolta da Consob ai sensi dell'Articolo 102, comma 4, del TUF.

Essendo l'OPAS promossa da un soggetto che già detiene nell'Emittente una partecipazione superiore alla soglia del 30%, il Comunicato dell'Emittente sarà preceduto da apposito parere rilasciato, ai sensi dell'Articolo 39-bis del Regolamento Emittenti, dagli amministratori indipendenti dell'Emittente.

## **12. Mercati sui quali è promossa l'OPAS**

L'OPAS è rivolta a tutti gli azionisti di Bonifiche Ferraresi, indistintamente e a parità di condizioni.

L'OPAS è promossa esclusivamente in Italia. L'OPAS non si intende quindi promossa, né direttamente né indirettamente, negli Stati Uniti d'America, in Australia, in Canada, Giappone o in altro stato in cui tale offerta non è consentita in assenza dell'autorizzazione della competente autorità.

L'adesione all'OPAS da parte di soggetti residenti in paesi diversi dall'Italia può essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni previsti da disposizioni di legge o regolamentari. È esclusiva responsabilità dei destinatari dell'OPAS conformarsi a tali norme e, pertanto, prima di aderire all'OPAS, verificarne l'esistenza e l'applicabilità, rivolgendosi ai propri consulenti.

## **13. Sito internet per la pubblicazione dei comunicati e dei documenti relativi all'OPAS**



I comunicati e tutti i documenti relativi all'OPAS saranno disponibili sul sito internet del Gruppo Bonifiche all'indirizzo <http://bonificheferraresi.it>, nell'area dedicata "Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio".

#### **14. Progetto Alternativo di Riorganizzazione**

Qualora non si avveri la Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'OPAS non si perfezionerà e le Azioni Bonifiche Ferraresi apportate all'OPAS saranno svincolate entro il primo giorno di mercato aperto successivo alla data in cui sarà comunicato il mancato perfezionamento dell'OPAS. Tali azioni ritorneranno nella disponibilità degli aderenti, senza addebito di oneri o spese a loro carico.

In questa eventualità l'Offerente avvierà prontamente il processo necessario a dare attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione, fornendo al mercato ogni informazione rilevante a questo riguardo.

Il Progetto Alternativo di Riorganizzazione prevede che – nell'arco dei tempi tecnici necessari e comunque non oltre la data di scadenza del POC – si dia luogo alla Fusione, con applicazione di un concambio funzionale ai *fair value* dell'Offerente e di Bonifiche Ferraresi, determinato con criteri omogenei per entrambe le società.

Avvenuta la Fusione, si procederà quindi allo scorporo delle attività agricole svolte da Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente posseduto da quest'ultima e all'ampliamento dell'oggetto sociale e, dunque, dell'attuale ambito di operatività di Bonifiche Ferraresi, le cui azioni rimarranno quotate sul MTA.

#### **15. Altre informazioni**

Per una completa descrizione e valutazione dell'OPAS, si rinvia al Documento di Offerta che sarà reso disponibile dall'Offerente nei tempi e modi previsti dalle disposizioni normative e regolamentari applicabili.

#### **16. Consulenti**

Ai fini dell'OPAS, l'Offerente è assistito dai seguenti consulenti:

- (i) Orsingher Ortu Avvocati Associati, per i profili legali;
- (ii) Nomura International Ltd., *Italian Branch*, in qualità di *advisor* finanziario;
- (iii) Pirola Pennuto Zei & Associati e Dott. Ruggero Mazza per gli aspetti fiscali e contabili;
- (iv) Equita SIM S.p.A. in qualità di intermediario incaricato del coordinamento della raccolta delle adesioni all'OPAS nonché in qualità di *sponsor* ai fini della Quotazione di BF Holding.

\*\*\*      \*\*\*      \*\*\*

Comunicato emesso da B.F. Holding S.p.A. e diffuso da Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola su richiesta della medesima B.F. Holding S.p.A..

Milano, 22 marzo 2017

**COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI BONIFICHE  
FERRARESI S.P.A. SOCIETA' AGRICOLA**

*ai sensi dell'art. 103, comma 3, d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 come successivamente modificato e integrato (il TUF) e dell'art. 39 del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971, come successivamente modificato e integrato (il Regolamento Emittenti) relativo alla*

**OFFERTA PUBBLICA VOLONTARIA DI ACQUISTO E SCAMBIO PROMOSSA DA  
B.F. HOLDING S.P.A.**

**1. PREMESSA**

In data 22 marzo 2017 B.F. Holding S.p.A. (**BF Holding** o l'**Offerente**) ha comunicato, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, la propria decisione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (l'**Offerta** o l'**OPAS**), ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e ss. del TUF, avente ad oggetto la totalità delle n. 1.705.220 azioni (ciascuna, una **Azione Bonifiche Ferraresi**) di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola (**Bonifiche Ferraresi** o l'**Emittente**) non possedute dall'Offerente, negoziate sul Mercato Telematico Azionario (**MTA**) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (**Borsa Italiana**).

Le Azioni Bonifiche Ferraresi oggetto dell'OPAS rappresentano il 21,654% circa del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi, che è per la parte residua - costituita da n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi, rappresentative di circa il 78,346% del capitale dell'Emittente - già di proprietà dell'Offerente.

**2. CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELL'EMITTENTE**

**2.1. Riunione del Consiglio di Amministrazione**

Il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi ha esaminato il contenuto dell'OPAS ed approvato il comunicato di cui all'art. 103, comma 3, del TUF e all'art. 39 del Regolamento Emittenti (il **Comunicato OPAS**), conferendo alla Presidente Prof.ssa Rossella Locatelli l'incarico e i poteri di procedere alla finalizzazione del relativo testo e a ogni relativo adempimento pubblicitario. Alla riunione nel corso della quale è stata esaminata l'Offerta hanno partecipato, di persona o mediante collegamento in audio-conferenza, tutti i membri sia del Consiglio di Amministrazione che del Collegio Sindacale dell'Emittente. Ovvero:

Consiglio di Amministrazione

Prof.ssa Rossella Locatelli

Presidente

Dott. Federico Vecchioni

Amministratore Delegato

Dott. Giovanni Canetta Roeder

Dott.ssa Nathalie Francesca Maria Dompé

Prof. Alessandro Nova

Dott.ssa Valeria Petterlini

Ing. Alberto Antolini



Collegio Sindacale

Dott. Giovanni Mei

Presidente

Dott. Marco Spadacini

Sindaco Effettivo

Dott.ssa Luisa Polignano

Sindaco Effettivo

## 2.2. Specificazione di interessi propri o di terzi relativi all'OPAS

L'Amministratore Delegato Dott. Federico Vecchioni ha preliminarmente rammentato ai presenti di essere portatore di interessi ai sensi dell'art. 2391 del Codice Civile, per effetto sia della carica da lui rivestita di Amministratore Delegato di BF Holding, sia della sua qualità di azionista di Bonifiche Ferraresi, nella quale detiene una partecipazione costituita da n. 70.323 Azioni Bonifiche Ferraresi, rappresentative dello 0,893% del suo capitale. Analoga segnalazione è stata resa dai consiglieri Rossella Locatelli, Giovanni Canetta Roeder, Nathalie Dompè e Valeria Petterlini, in considerazione della carica di membri del Consiglio di Amministrazione da loro ricoperta in BF Holding. In ragione di quanto precede, il Dott. Vecchioni ha ritenuto inoltre opportuno astenersi dal prendere parte attiva alla discussione riguardante l'OPAS, oltre che dall'esprimere il proprio voto nella relativa delibera del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente.

## 2.3. Documentazione esaminata

Il Consiglio di Amministrazione, al fine di esprimere la sua valutazione circa l'OPAS e, in particolare, circa il corrispettivo offerto da BF Holding (il **Corrispettivo OPAS**, nelle due forme del Corrispettivo Originario ovvero del Corrispettivo Alternativo, come *infra* meglio specificato) agli azionisti dell'Emittente che aderiranno all'OPAS (ciascuno, un **Aderente all'OPAS**), ha esaminato la seguente documentazione:

- 1) la comunicazione effettuata in data 22 marzo 2017 dall'Offerente ai sensi dell'art. 102 del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, con la quale BF Holding ha reso nota la propria intenzione di promuovere l'OPAS ed ha illustrato gli elementi essenziali della stessa;
- 2) la comunicazione effettuata in data 10 aprile 2017 dall'Offerente ai sensi dell'art. 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014, con la quale BF Holding ha reso nota la decisione di attribuire agli Aderenti all'OPAS la facoltà di optare tra due diverse formule di corrispettivo, identiche tra loro per valore, ma diversificate in relazione alle rispettive componenti azionaria e in denaro (rispettivamente, il **Corrispettivo Originario** e il **Corrispettivo Alternativo**);
- 3) il documento di offerta relativo all'OPAS depositato da BF Holding presso Consob in data 11 aprile 2017 ai sensi degli artt. 102, comma 3, del TUF e 37-ter del Regolamento Emittenti, come successivamente modificato e integrato fino alla data del presente Comunicato OPAS nel corso dell'istruttoria compiuta da Consob ai sensi delle applicabili disposizioni normative e regolamentari (il **Documento di Offerta**);
- 4) la relazione illustrativa redatta dagli amministratori dell'Offerente ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile relativa all'aumento di capitale a servizio dell'OPAS deliberato da BF Holding in data 22 marzo 2017, a termini del quale è

prevista l'emissione di un numero massimo di n. 17.052.200 nuove azioni BF Holding (ciascuna, una **Azione BF Holding**), al prezzo di emissione di Euro 2,40 cadauna, da liberarsi in natura, mediante il conferimento di Azioni Bonifiche Ferraresi (**l'Aumento di Capitale OPAS**);

- 5) il parere espresso in data 6 marzo 2017 dal Collegio Sindacale dell'Offerente, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile relativo alla congruità del prezzo di emissione delle Azioni BF Holding a servizio dell'Aumento di Capitale OPAS;
- 6) la relazione rilasciata in data 3 marzo 2017, e successivamente integrata in data 10 aprile 2017, a cura dell'esperto Prof. Mauro Bini, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile avente ad oggetto la valutazione delle Azioni Bonifiche Ferraresi da conferirsi in liberazione dell'Aumento di Capitale OPAS (la **Relazione Prof. Bini**);
- 7) il verbale dell'assemblea straordinaria di BF Holding che ha approvato l'Aumento di Capitale OPAS (come da atto a rogito del Dott. Andrea De Costa, notaio in Milano, n. rep. 3204/n. racc. 1719);
- 8) la *fairness opinion* resa in data 8 maggio 2017 da Banca IMI S.p.A., in qualità di esperto indipendente ai sensi dell'art. 39, comma 1, lett. d), del Regolamento Emittenti incaricato a questo fine dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente (**Banca IMI**), acclusa *sub* Allegato A al presente Comunicato OPAS (**l'Opinion Banca IMI**);
- 9) il parere reso in data 8 maggio 2017 a cura degli amministratori indipendenti dell'Emittente Prof. Alessandro Nova e Ing. Alberto Antolini (i quali non rientrano nella definizione di parti correlate dell'Offerente a termini del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato), ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti, contenente le valutazioni sull'Offerta e sulla congruità del Corrispettivo OPAS, accluso *sub* Allegato B al presente Comunicato OPAS unitamente alla *fairness opinion* rilasciata in data 5 maggio 2017 dall'esperto indipendente Colombo & Associati S.r.l. (**Colombo&Associati**) a beneficio degli amministratori indipendenti (**l'Opinion Colombo&Associati**).

#### 2.4. Esito della riunione del Consiglio di Amministrazione

All'esito dell'esame della sopra elencata documentazione, al fine di fornire agli azionisti dell'Emittente e al mercato ogni dato utile per l'apprezzamento dell'OPAS, nonché la propria valutazione motivata sulla stessa e sulla congruità del Corrispettivo OPAS, il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi, dopo approfondita discussione, ha approvato all'unanimità (salva la già menzionata astensione del Dott. Federico Vecchioni) i contenuti del Comunicato OPAS e conferito alla Presidente Prof.ssa Locatelli ogni più ampio potere al fine di procedere alla sua finalizzazione, compiendo inoltre tutti gli atti richiesti per dar seguito alla trasmissione del Comunicato OPAS a Consob e alla sua pubblicazione nelle forme, nei modi e nei tempi di legge, con facoltà di apportare allo stesso ogni modifica o integrazione di carattere non sostanziale che dovesse essere ritenuta opportuna così come qualsiasi modifica che dovesse essere espressamente richiesta da Consob o da ogni altra competente autorità ovvero che

dovesse rendersi comunque utile al fine di rispettare le vigenti disposizioni di legge o regolamentari.

Il presente Comunicato OPAS (comprensivo dei relativi allegati) viene diffuso contestualmente e congiuntamente con il Documento di Offerta oggetto di pubblicazione, quale allegato al medesimo.

### 3. DATI ED ELEMENTI UTILI PER L'APPREZZAMENTO DELL'OFFERTA

#### 3.1. Elementi essenziali dell'Offerta

Al fine di permettere agli azionisti di Bonifiche Ferraresi un corretto apprezzamento dell'Offerta, vengono nel seguito ricapitolate sinteticamente alcune delle principali informazioni ad essa relative.

L'Offerta ha natura volontaria, nella forma di acquisto e scambio di azioni, ai sensi dell'art. 102 del TUF.

L'Offerta si inserisce nel contesto dell'operazione annunciata, ai sensi dell'art. 114 del TUF, da Bonifiche Ferraresi in data 13 febbraio 2017 (l'**Operazione**), volta alla riorganizzazione delle attività e della struttura del gruppo BF Holding/Bonifiche Ferraresi (il **Gruppo**) ed alla esecuzione di un progetto industriale (il **Progetto Industriale**) finalizzato (i) alla concentrazione delle attività prettamente agricole del Gruppo in una società non quotata (l'attuale Bonifiche Ferraresi, le cui azioni saranno quindi in ultimo revocate dalla quotazione, nel caso l'OPAS abbia successo) e (ii) allo svolgimento di una serie di attività complementari da parte dell'Offerente (o di sue società partecipate), che diventerà pertanto una società operativa (laddove ad oggi essa svolge invece esclusivamente un'attività di *holding* di partecipazioni, detentrici di un unico asset rilevante costituito dalla partecipazione in Bonifiche Ferraresi). Per le ulteriori informazioni fornite dall'Offerente in proposito si rinvia alla Sezione "Premesse" del Documento di Offerta.

Come indicato in precedenza, l'Offerta ha ad oggetto n. 1.705.220 Azioni Bonifiche Ferraresi del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna, rappresentative di circa il 21,654% del capitale sociale dell'Emittente.

L'efficacia dell'OPAS è condizionata al raggiungimento da parte dell'Offerente di una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi (la **Condizione di Efficacia dell'OPAS**). La Condizione di Efficacia dell'OPAS è stata irrevocabilmente dichiarata dall'Offerente come non rinunciabile. Per le ulteriori informazioni fornite dall'Offerente in proposito si rinvia al Paragrafo A.1, Sezione A, del Documento di Offerta.

L'OPAS si fonda inoltre sul presupposto essenziale della ammissione delle Azioni BF Holding (di cui si compone il Corrispettivo OPAS) alla negoziazione sul MTA (la **Quotazione BF Holding**), in assenza della quale non sarà perfezionata: lo scambio di Azioni Bonifiche Ferraresi contro Azioni BF Holding contemplato dall'OPAS potrà quindi avere luogo solamente nell'ipotesi in cui queste ultime azioni siano contestualmente ammesse alla negoziazione sul MTA.

Secondo quanto indicato nella Sezione E del Documento di Offerta, ciascun Aderente all'OPAS avrà facoltà di optare, con riferimento a ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'Offerta, tra due forme alternative di corrispettivo, di valore tra loro

equivalente. In particolare, gli Aderenti all'OPAS avranno quindi la facoltà di scegliere tra:

- (i) il Corrispettivo Originario costituito da:
  - a. n. 10 nuove Azioni BF Holding; e
  - b. la somma di Euro 1,05;

e, in alternativa, mediante l'esercizio da parte dell'Aderente all'OPAS dell'Opzione Corrispettivo Alternativo (come *infra* definita):

- (ii) il Corrispettivo Alternativo, costituito da:
  - a. n. 9,5 Azioni BF Holding; e
  - b. la somma di Euro 2,25.

Il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha fissato il Corrispettivo Originario alla luce del valore implicito unitario di Euro 25,05 riconosciuto all'Azione Bonifiche Ferraresi, determinato in funzione di una valutazione di BF Holding che esprime un premio implicito di circa il 36% rispetto al prezzo medio di mercato delle azioni Bonifiche Ferraresi rilevato nei 6 mesi antecedenti la data in cui l'Operazione è stata annunciata al mercato, *i.e.* il 13 febbraio 2017.

L'equivalenza del valore espresso dal Corrispettivo Originario e dal Corrispettivo Alternativo, così come la conformità del Corrispettivo Alternativo al disposto dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile, sono state confermate anche dalla Relazione Prof. Bini.

Gli Aderenti all'OPAS potranno optare per il Corrispettivo Alternativo (in luogo del Corrispettivo Originario) esclusivamente in sede di adesione all'Offerta e solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione (**l'Opzione Corrispettivo Alternativo**). In considerazione del frazionamento azionario che comporta il Corrispettivo Alternativo, è peraltro previsto che gli Aderenti all'OPAS che esercitino tempestivamente l'Opzione Corrispettivo Alternativo ricevano 19 nuove Azioni BF Holding e la somma di Euro 4,50 per ogni 2 Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'Offerta. Inoltre, nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi "spaiata", rispetto alla quale sarà invece riconosciuto il Corrispettivo Originario.

Posto che l'Aumento di Capitale OPAS è già stato deliberato, l'Offerente non deve porre in essere ulteriori adempimenti societari per dare corso all'Offerta, per quanto attiene alla componente costituita dallo scambio azionario.

Per le ulteriori informazioni fornite dall'Offerente in proposito, si rinvia alla Sezione G – Paragrafo G.2 del Documento di Offerta.

### 3.2. Motivazioni dell'Offerta

Come anticipato, l'OPAS e la Quotazione BF Holding si inseriscono nel contesto dell'Operazione, in forza della quale il Gruppo intende riorganizzare la propria attività e struttura, dando così esecuzione al Progetto Industriale.

Il Documento di Offerta precisa inoltre, nella Sezione G, Paragrafi G.3 e G.4, che l'OPAS è finalizzata a realizzare la Quotazione BF Holding e il contestuale *de-listing* dell'Emittente, mediante la revoca delle Azioni Bonifiche Ferraresi dalle negoziazioni sul MTA.

### 3.3. De-listing di Bonifiche Ferraresi all'esito dell'Offerta

In caso di avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS, e laddove si realizzi il presupposto essenziale costituito dalla Quotazione BF Holding, l'Offerente ha dichiarato la propria intenzione di non ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi e di avvalersi, invece, delle previsioni di cui agli artt. 108 e 111 del TUF. Pertanto:

- (i) nel caso in cui BF Holding venisse a detenere una partecipazione complessiva superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente (per effetto delle adesioni all'OPAS ovvero di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta, nel corso del relativo periodo di adesione, ai sensi della normativa applicabile) l'Offerente adempirà all'obbligo di acquistare tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi in circolazione dagli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta, ai sensi di quanto dispone l'art. 108, comma 2, del TUF (**l'Obbligo di Acquisto 108 Comma 2**);
- (ii) nel caso in cui BF Holding venisse a detenere una partecipazione complessiva almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente (per effetto delle adesioni all'OPAS e/o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta, nel corso del relativo periodo di adesione, ai sensi della normativa applicabile e/o dell'esecuzione dell'Obbligo di Acquisto 108 Comma 2), l'Offerente si avvarrà del diritto di acquistare tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi in circolazione, ai sensi di quanto dispone l'art. 111 del TUF (**il Diritto di Acquisto**). L'Offerente, esercitando il Diritto di Acquisto, darà esecuzione anche all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 1, del TUF nei confronti degli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta (**l'Obbligo di Acquisto 108 Comma 1**), dando corso pertanto – al ricorrere dei relativi presupposti di legge – ad un'unica procedura al fine di adempiere all'Obbligo di Acquisto 108 Comma 1 e, contestualmente, esercitare il Diritto di Acquisto.

Gli azionisti dell'Emittente che si avvarranno dell'Obbligo di Acquisto 108 Comma 1 ovvero dell'Obbligo di Acquisto 108 Comma 2 gravanti su BF Holding o nei confronti dei quali l'Offerente eserciterà il Diritto di Acquisto avranno facoltà di chiedere che ciascuna delle rispettive Azioni Bonifiche Ferraresi sia trasferita a BF Holding verso:

- (i) il Corrispettivo OPAS (nelle forme del Corrispettivo Originario o del Corrispettivo Alternativo); ovvero
- (ii) un equivalente corrispettivo in denaro, determinato nel rispetto di quanto stabiliscono l'art. 108, comma 5, del TUF e l'art. 50-ter del Regolamento Emittenti, come illustrato nella Sezione G – Paragrafo G.4 del Documento di Offerta (**il Corrispettivo Integrale in Denaro**).

Qualora non si avveri la Condizione di Efficacia dell'OPAS e/o non si realizzi il presupposto essenziale costituito dalla Quotazione BF Holding, l'OPAS non si perfezionerà e le Azioni Bonifiche Ferraresi apportate all'Offerta saranno svincolate e immediatamente restituite ai

rispettivi titolari senza addebito di oneri e spese a loro carico. In tale ipotesi le Azioni Bonifiche Ferraresi continueranno pertanto a essere quotate sul MTA e gli azionisti dell'Emittente resteranno titolari di strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato. In tale scenario l'Offerente ha annunciato l'intenzione di dare attuazione ad un progetto di riorganizzazione diverso e alternativo (il **Progetto Alternativo di Riorganizzazione**) che contemplerà (A) l'esecuzione della fusione inversa per incorporazione di BF Holding in Bonifiche Ferraresi, sulla scorta di un concambio che sarà determinato in funzione dei *fair values* di BF Holding e di Bonifiche Ferraresi, (B) lo scorporo delle attività agricole di Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima e (C) l'ampliamento dell'oggetto sociale e, dunque, dell'attuale ambito di operatività di Bonifiche Ferraresi, le cui azioni resteranno quotate sul MTA.

#### **4. VALUTAZIONE MOTIVATA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI BONIFICHE FERRARESI SULL'OFFERTA E SULLA CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO OPAS**

Il Consiglio di Amministrazione, alla luce di tutto quanto precede, esprime le seguenti valutazioni.

##### 4.1. Valutazioni di natura industriale e aziendale

Come sopra ricordato, l'Offerta si inserisce nel contesto della più ampia Operazione e, pertanto, in una prospettiva di attuazione del Progetto Industriale e della correlata riorganizzazione del Gruppo.

Il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi ha avuto modo di esaminare le linee guida del Progetto Industriale predisposto da BF Holding e, in conformità ai contenuti del parere espresso dal Comitato Controllo e Rischi, ha valutato positivamente la valenza industriale di tale progetto, ritenendo che esso risponda ai propri interessi sociali e costituisca un'importante opportunità di sviluppo e crescita per Bonifiche Ferraresi.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione ha:

- esaminato i programmi futuri dell'Offerente illustrati nella Sezione G – Paragrafo G.3 del Documento di Offerta;
- preso atto della decisione dell'Offerente di subordinare l'OPAS alla Condizione di Efficacia dell'OPAS e della sua intenzione di non ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi, avvalendosi degli artt. 108 e/o 111 del TUF, con conseguente *de-listing* di Bonifiche Ferraresi;
- preso atto che, in caso di mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'Offerente avvierà prontamente il processo necessario a dare attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione.

Il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi, alla luce di quanto precede, valuta i programmi e gli obiettivi di sviluppo industriale sottesi all'Operazione coerenti con la strategia imprenditoriale intrapresa e con il posizionamento del Gruppo nel mercato di riferimento, ritenendo inoltre che essi possano attribuire all'Emittente e, più in generale,



al Gruppo una concreta opportunità di perseguimento di nuovi possibili investimenti strategici in un'ottica di accrescimento di valore nell'interesse di tutti gli azionisti.

#### 4.2. Valutazioni sui termini finanziari dell'Offerta

##### 4.2.1. *Principali informazioni sul Corrispettivo OPAS contenute nel Documento di Offerta*

Ad avviso del Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi, e come confermato sia dall'Opinion Banca IMI sia dall'Opinion Colombo&Associati, le valutazioni attribuite a Bonifiche Ferraresi e a BF Holding nel contesto dell'OPAS e ai fini del concambio azionario previsto dal Corrispettivo OPAS appaiono essere frutto dell'applicazione di metodi e criteri adeguati, in linea con la migliore prassi nazionale e internazionale per questo genere di transazioni.

In particolare, la valutazione di BF Holding è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente utilizzando unicamente la metodologia del Net Asset Value, comunemente adottata con riferimento a società *holding* di partecipazioni. Nell'applicare tale metodologia:

- (i) le attività e passività di BF Holding diverse dalla partecipazione in Bonifiche Ferraresi sono state computate a valori di bilancio, alla data del 31 dicembre 2016;
- (ii) la situazione finanziaria netta, così come il numero di Azioni BF Holding emesse, sono stati pro-formati per tener conto dei diversi aumenti di capitale deliberati dall'Offerente nell'ambito dell'Operazione;
- (iii) il valore implicito unitario dell'Azione Bonifiche Ferraresi è stato riconosciuto pari a Euro 25,05.

Per quanto riguarda, invece, la valutazione di Bonifiche Ferraresi, in considerazione della sua natura di società agricola, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha proceduto come segue:

- (i) è stato utilizzato in primo luogo un metodo misto patrimoniale e reddituale, dove:
  - a) il metodo patrimoniale è consistito nella valorizzazione (1) del patrimonio fondiario della società sulla base di una stima del suo valore di mercato elaborata dalla società IPI Servizi S.r.l. in data 31 dicembre 2015 e (2) delle altre attività e passività di Bonifiche Ferraresi sulla scorta del valore di bilancio riflesso nella situazione patrimoniale e finanziaria interinale di Bonifiche Ferraresi alla data del 30 settembre 2016; mentre
  - b) il metodo reddituale è consistito nella valorizzazione della componente di generazione di reddito di Bonifiche Ferraresi, mediante il calcolo dei flussi di cassa scontati (cosiddetto, *Discounted Cash Flow*);
- (ii) è stato quindi adottato, quale metodo di controllo, un ulteriore e diverso metodo misto patrimoniale e reddituale, dove:
  - a) il metodo patrimoniale è stato basato quanto agli immobili sia (1) sui multipli corrisposti per operazioni comparabili di acquisto di appezzamenti di terreno nella zona di Ferrara sia (2) sul valore catastale del patrimonio fondiario di Bonifiche Ferraresi; e quanto alle altre attività e passività, sulla scorta del valore di bilancio riflesso nella situazione patrimoniale e

finanziaria interinale di Bonifiche Ferraresi alla data del 30 settembre 2016; mentre

- b) il metodo reddituale è consistito nella valorizzazione della componente di generazione di reddito di Bonifiche Ferraresi, mediante il calcolo dei flussi di cassa scontati (cosiddetto, *Discounted Cash Flow*).

Secondo quanto indicato nella Sezione E – Paragrafo E.1 del Documento di Offerta, il *range* di valore attribuibile a ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi è stato individuato, sulla base dei metodi sopra descritti, nella forchetta compresa tra Euro 23,5 ed Euro 29,0, all'interno della quale è stato fissato il Corrispettivo OPAS. Sempre a questo proposito va inoltre ricordato come il Corrispettivo OPAS (e dunque la valutazione attribuita da BF Holding a Bonifiche Ferraresi nell'ambito dell'Offerta) coincida con la valutazione attribuita a BF Holding (e, pertanto, con la valorizzazione implicita riconosciuta a Bonifiche Ferraresi) nel contesto di una operazione di mercato con una parte non correlata, a termini della quale l'investitore istituzionale CDP Equity S.p.A. si è impegnato – in caso di successo dell'OPAS, nei termini contemplati dall'accordo di investimento sottoscritto in data 13 febbraio 2017 con BF Holding e Bonifiche Ferraresi – a convertire in Azioni BF Holding (al momento della Quotazione BF Holding) un prestito obbligazionario già erogato, dell'ammontare di Euro 50.000.000,00.

Con riferimento al controvalore complessivo dell'Offerta, si rinvia a quanto indicato al Paragrafo E.2, Sezione E, del Documento di Offerta.

#### 4.2.2. L'Opinion Banca IMI

Banca IMI ha fondato il proprio giudizio di congruità, quale riflesso nell'Opinion Banca IMI, sulla base di criteri metodologici comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina nazionali e internazionali in materia di valutazioni di azienda, tenendo debito conto delle specifiche caratteristiche sia di Bonifiche Ferraresi che dell'Operazione nel suo insieme.

In particolare, Banca IMI ha fatto riferimento ai seguenti metodi di valutazione:

- quotazioni di borsa;
- metodo di valutazione patrimoniale (semplice e rettificato);
- metodo dei flussi di cassa operativi scontati (cosiddetto *Unlevered Discounted Cash Flow*), calcolati sulla base del Progetto Industriale.

Banca IMI ha rilevato che l'analisi valutativa presenta alcune limitazioni intrinseche delle metodologie utilizzate e alcune criticità riguardanti le specifiche caratteristiche dell'Emittente e dell'Operazione. In particolare:

- i) l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando anche dati economico-finanziari relativi a Bonifiche Ferraresi e a BF Holding e scenari di mercato previsionali. Tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza e indeterminatezza;
- ii) il titolo Bonifiche Ferraresi presenta una limitata liquidità. Pertanto la capitalizzazione dell'Emittente, nell'ambito dell'applicazione della metodologia delle quotazioni di borsa, potrebbe non essere pienamente rappresentativa del valore della società;

- iii) non è stato possibile applicare altre metodologie comuni alla prassi professionale, quali la metodologia dei multipli di mercato e dei multipli di transazioni precedenti di settore, in considerazione, rispettivamente, della limitata comparabilità (A) delle società quotate attive nel medesimo settore o in settori analoghi rispetto a quello in cui opera Bonifiche Ferraresi e (B) della struttura dell'OPAS, rispetto a operazioni di M&A nel settore agricolo.

Sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo effettuate, sebbene con le limitazioni sopra illustrate, Banca IMI ha concluso che il Corrispettivo OPAS sia da ritenersi congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Bonifiche Ferraresi.

Per ulteriori informazioni, si rinvia all'Opinion Banca IMI (qui acclusa *sub* Allegato A).

#### **5. IL PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI AI SENSI DELL'ART. 39-BIS DEL REGOLAMENTO EMITTENTI**

Tenuto conto del fatto che l'OPAS è promossa da BF Holding, soggetto titolare di una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'art. 106, comma 1, del TUF, trova applicazione al caso di specie l'art. 39-bis, comma 1, lett. a), punto 1), del Regolamento Emittenti.

Pertanto, prima dell'approvazione del presente Comunicato OPAS, gli amministratori indipendenti dell'Emittente hanno reso un parere motivato contenente le proprie valutazioni sull'OPAS e sulla congruità del Corrispettivo OPAS.

Gli amministratori indipendenti, ai sensi del citato art. 39-bis del Regolamento Emittenti, si sono avvalsi a questo fine dell'ausilio dell'esperto indipendente Colombo&Associati, che ha rilasciato l'Opinion Colombo&Associati, qui acclusa *sub* Allegato B.

In particolare, gli amministratori indipendenti, esaminati (i) i contenuti del Documento di Offerta e della ulteriore documentazione relativa all'OPAS e (ii) l'Opinion Colombo&Associati, all'unanimità hanno giudicato il Corrispettivo OPAS congruo, dal punto di vista finanziario, per i possessori delle Azioni Bonifiche Ferraresi oggetto dell'OPAS. □

Per ulteriori informazioni, si rinvia al parere degli amministratori indipendenti sull'OPAS (qui accluso *sub* Allegato B). □

#### **6. INDICAZIONE IN MERITO ALLA PARTECIPAZIONE DEI MEMBRI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE ALLE TRATTATIVE PER LA DEFINIZIONE DELL'OPERAZIONE**

Si segnala che i seguenti membri del Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi hanno partecipato alle trattative per la definizione dell'Operazione nel contesto della quale è stata promossa l'OPAS: Prof.ssa Rossella Locatelli, Dott. Federico Vecchioni e Dott. Giovanni Canetta Roeder.

#### **7. AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI A DISPOSIZIONE DEL PUBBLICO E COMUNICAZIONE DEI FATTI DI RILIEVO NON INDICATI NELL'ULTIMA SITUAZIONE CONTABILE PERIODICA PUBBLICATA**

Ai sensi dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente precisa che non si sono verificati fatti di rilievo successivamente all'ultimo bilancio di esercizio della società, pubblicato in data 4 maggio 2017.

## **8. INFORMAZIONI SULL'ANDAMENTO RECENTE E SULLE PROSPETTIVE DELL'EMITTENTE**

Relativamente alle informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive dell'Emittente, il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi rinvia a quanto riportato dall'Offerente nella Sezione B – Paragrafo B.2.8 del Documento di Offerta.

## **9. EFFETTI DELL'EVENTUALE SUCCESSO DELL'OPAS SUI LIVELLI OCCUPAZIONALI DI BONIFICHE FERRARESI E SULLA LOCALIZZAZIONE DEI SITI PRODUTTIVI**

Come indicato nella Sezione G – Paragrafo G.3 del Documento di Offerta, BF Holding e Bonifiche Ferraresi si sono impegnate affinché, prima della Quotazione BF Holding, la struttura amministrativa e gestionale di Bonifiche Ferraresi composta da 11 dipendenti (di cui 2 dirigenti, 2 quadri e 7 impiegati), i contratti e gli altri beni materiali e immateriali connessi alla medesima funzione amministrativa e gestionale, quali, a titolo indicativo e non esaustivo, le macchine elettroniche, i mobili e gli arredi d'ufficio, le licenze di utilizzo dei *software* applicativi di natura contabile e gestionale, le autovetture aziendali assegnate in *fringe benefits* ai dipendenti della funzione, siano trasferiti da Bonifiche Ferraresi a BF Holding.

Fermo quanto precede, in termini aggregati BF Holding/Bonifiche Ferraresi, laddove l'OPAS abbia successo il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi non si attende alcun impatto negativo dell'Operazione sui livelli occupazionali del Gruppo. E' ragionevole ipotizzare, piuttosto, che in conseguenza della progressiva attuazione del Progetto Industriale detti livelli occupazionali possano essere nel tempo via via incrementati.

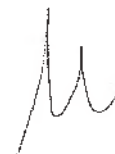
## **10. ALTRE INFORMAZIONI**

In considerazione del fatto che l'Offerente detiene la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria dell'Emittente, ai sensi dell'art. 101-*bis*, comma 3, del TUF all'OPAS non trovano applicazione gli artt. 102, commi 2 e 5, e 103, comma 3-*bis*, del TUF e ogni altra disposizione del TUF che pone a carico dell'offerente o della società emittente specifici obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti.

## **11. CONCLUSIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI BONIFICHE FERRARESI**

Il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi,

- (i) esaminati i contenuti del Documento di Offerta e dell'ulteriore documentazione relativa all'OPAS;



- (ii) esaminati l'Opinion Colombo&Associati ed il parere degli amministratori indipendenti;
  - (iii) esaminata l'Opinion Banca IMI;
  - (iv) ritenuto di condividere le conclusioni raggiunte dagli amministratori indipendenti, da Banca IMI e da Colombo&Associati in merito al Corrispettivo OPAS,
- esprime all'unanimità (fatta salva l'astensione motivata dell'Amministratore Delegato, Dott. Federico Vecchioni) una valutazione positiva sull'OPAS e sulla congruità del Corrispettivo OPAS.

\* \* \*

Il Consiglio di Amministrazione precisa che il presente Comunicato OPAS è redatto esclusivamente ai fini e per gli effetti dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti e non intende sostituire in alcun modo il Documento di Offerta. Pertanto la convenienza economica dell'adesione all'Offerta dovrà essere valutata da ciascun azionista di Bonifiche Ferraresi all'atto dell'eventuale adesione, tenuto conto dell'andamento del titolo e delle dichiarazioni dell'Offerente contenute nel Documento di Offerta.

Il presente Comunicato OPAS contiene tutti gli elementi prescritti dall'art. 39 del Regolamento Emittenti. Qualora, successivamente alla data del presente Comunicato OPAS, si dovessero verificare fatti di rilievo ai sensi dell'art. 39, comma 4, del Regolamento Emittenti, ne verrà data tempestiva informativa tramite la diffusione di apposito comunicato di aggiornamento.

Il presente Comunicato OPAS e i relativi allegati verranno resi disponibili anche sul sito internet [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it).

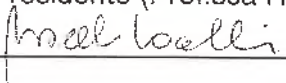
**Allegati:**

- A) Opinion Banca IMI in data 8 maggio 2017;
- B) Parere motivato redatto ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti dagli amministratori indipendenti dell'Emittente dell'8 maggio 2017, completo dell'Opinion Colombo&Associati in data 5 maggio 2017.

\*\*\*

Milano, li 19 maggio 2017

Per il Consiglio di Amministrazione  
il Presidente (Prof.ssa Rossella Locatelli)

  
\_\_\_\_\_



**STRETTAMENTE RISERVATA E CONFIDENZIALE**

**Spett.le Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola**  
Via Cavicchini, 2  
44037, Jolanda di Savoia (FE)

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Milano, 8 maggio 2017

**Oggetto: Parere di congruità finanziaria del corrispettivo offerto per le azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola, oggetto dell'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria promossa da B.F. Holding S.p.A.**

Egregi Signori,

ci riferiamo al mandato sottoscritto in data 3 maggio 2017 (l'"**Incarico**") ai sensi del quale Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola ("**Bonifiche Ferraresi**", "**BF**" o la "**Società**") ha incaricato Banca IMI S.p.A. ("**Banca IMI**"), società del Gruppo Intesa Sanpaolo (il "**Gruppo ISP**"), di rilasciare ai membri del Consiglio di Amministrazione della Società (il "**CdA**") un parere in merito alla congruità dal punto di vista finanziario del Corrispettivo OPAS (come definito di seguito) nell'ambito dell'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio promossa da B.F. Holding S.p.A. ("**BFH**") (il "**Parere**").

**1. Contesto di riferimento**

In data 22 marzo 2017, **BFH**, azionista della Società per una quota complessiva pari al 78,3% della stessa, ha comunicato, ai sensi e per gli effetti dell'Articolo 102 del D. Lgs. n. 58/1998 (il "**TUF**") e dell'Articolo 37 del regolamento adottato da Consob con delibera n. 11971/1999 (il "**Regolamento Emittenti**"), la propria intenzione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (l'"**OPAS**") avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi da essa non detenute e pari a circa 1,7 milioni di azioni.

Per ciascuna azione di BF portata in adesione all'OPAS, BFH riconoscerà un corrispettivo alternativamente composto, a scelta del singolo azionista, da (i) n. 10 azioni ordinarie di BFH di nuova emissione e una componente in denaro pari a Euro 1,05 (il "**Corrispettivo Originario**") o (ii) n. 9,5 azioni ordinarie di BFH di nuova emissione e una componente in denaro pari a Euro 2,25 (il "**Corrispettivo Alternativo**"). Inoltre, nelle ipotesi di cui agli Art.108, comma 1 e comma 2, e 111 del TUF (raggiungimento da parte di BFH di una partecipazione complessiva superiore al 90% in BF, la "**Soglia Minima OPAS**"), i soci di BF avranno la facoltà di chiedere per ciascuna delle azioni BF detenute un corrispettivo costituito interamente da denaro e determinato in Euro 25,05 (il "**Corrispettivo Integrale in Denaro**", e congiuntamente al Corrispettivo Originario ed al Corrispettivo Alternativo il "**Corrispettivo OPAS**"). Il perfezionamento dell'OPAS è subordinato alla quotazione delle azioni di BFH sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (l'"**MTA**") e al raggiungimento della Soglia Minima OPAS e, pertanto, ad ottenere la revoca dalla quotazione delle azioni di BF dal MTA.

L'OPAS rientra nell'ambito di un più ampio progetto industriale che prevede la riorganizzazione e lo sviluppo delle attività del Gruppo facente capo a BFH e di cui –BF fa parte (il "**Gruppo BFH-BF**"), secondo termini e modalità attuative disciplinate da un accordo di investimento (l'"**Accordo di Investimento**") perfezionato in data 13 febbraio 2017 tra la Società, BFH e CDP Equity S.p.A. ("**CDP Equity**"), società controllata del Gruppo Cassa Depositi e Prestiti. L'Accordo di Investimento prevede, *inter alia*: (i) un aumento di capitale in opzione agli attuali soci di BFH di Euro 10 milioni al prezzo unitario di Euro 2,40, (ii) l'emissione da parte di BFH di un prestito obbligazionario riservato a CDP Equity (il "**POC**") dell'ammontare di Euro 50 milioni convertibile in circa 20,83 milioni di nuove azioni di BFH al prezzo unitario di Euro 2,40, (iii) lancio dell'OPAS e un aumento di capitale scindibile a servizio dell'OPAS, mediante emissione di un numero massimo di circa 17 milioni di nuove azioni di BFH, (iv) la richiesta di ammissione alla quotazione sul MTA delle azioni di BFH, (v) la conversione del POC in azioni BFH, e (vi) il *delisting* di BF (l'"**Operazione**").

## **2. Oggetto del Parere, apparato informativo, limiti delle analisi effettuate**

Nella predisposizione del Parere e nello svolgimento delle sottostanti analisi valutative, come espressamente convenuto con la Società, Banca IMI si è basata:

- (i) Sulle seguenti informazioni, documenti e dati forniti e/o fatti fornire dalla Società:
  - a. Bilancio al 31 dicembre 2016 di Bonifiche Ferraresi;

- b. Dettagli relativi ad alcune poste di conto economico e stato patrimoniale di Bonifiche Ferraresi, in particolare sul patrimonio immobiliare;
- c. Documento relativo alla stima del valore di mercato del patrimonio immobiliare al 31 dicembre 2016 di Bonifiche Ferraresi redatto da IPI Servizi S.r.l.;
- d. Bilancio consolidato e civilistico di BFH al 31 dicembre 2016;
- e. Piano industriale 2017-2025 del Gruppo BFH-BF, datato aprile 2017 (“**Piano Industriale**”);
- f. Comunicato di Bonifiche Ferraresi del 13 febbraio 2017, comunicato del 22 marzo 2017 ai sensi dell’Articolo 102 del TUF e comunicato dell’11 aprile 2017 ex Art. 37-ter, comma 3, del Regolamento Emittenti (i “**Comunicati**”).

(congiuntamente, le “**Informazioni**”).

- (ii) Su informazioni, documenti e dati economico-finanziari di pubblico dominio, relativi a BF e BFH e a società attive nello stesso settore e/o in settori comparabili, ritenuti rilevanti ai fini dello svolgimento delle proprie analisi.

Quanto elencato sub (i) e (ii) di cui sopra, (congiuntamente, i “**Dati**”. I Dati costituiscono, nel loro complesso, il solo apparato informativo utilizzato come base ai fini del Parere e nessuna altra informazione, documento o dato di alcun tipo sono stati forniti a Banca IMI oltre le Informazioni di cui sopra.

Le condizioni e i termini principali dell’OPAS e dell’Operazione, nel suo complesso, considerati ai fini del Parere sono quelli riportati nei Comunicati. Banca IMI ha assunto, e la Società ha confermato, che non vi sono ulteriori elementi informativi o fatti non portati a sua conoscenza che possano rendere incompleti o fuorvianti i suddetti Dati. Banca IMI ha pertanto assunto che l’OPAS e l’Operazione, nel suo complesso, siano completate secondo i termini indicati nei Comunicati e che eventuali consensi, autorizzazioni, approvazioni, necessari per loro completamento, non imporranno nessuna condizione o restrizione che possa avere un rilevante impatto per BF.

Banca IMI ha elaborato le proprie analisi valutative facendo affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza dei Dati. Rimane espressamente escluso qualsiasi onere, in capo a Banca IMI, di verifica indipendente e integrazione dei Dati. Banca IMI non sarà in alcun modo ritenuta responsabile della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività dei Dati, pur avendo adottato tutte le necessarie precauzioni per un’attenta valutazione degli stessi e una rigorosa analisi di quanto da essi conseguente e pur avendo svolto l’incarico affidato con la dovuta diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio. Banca IMI è, pertanto, esente da responsabilità dirette o indirette e non fornisce alcuna garanzia, espressa o implicita, in ordine ai Dati utilizzati per il Parere e contenuti nello stesso.



La significatività e attendibilità dei risultati delle analisi condotte e delle valutazioni espresse, ancorché effettuate ed elaborate da Banca IMI con la dovuta diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, deve intendersi soggetta alla completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività, nonché all'aggiornamento, dei Dati che ne costituiscono il presupposto, i quali, come si è detto, non sono stati verificati autonomamente da Banca IMI.

Il Parere viene rilasciato in data odierna e si basa sulle attuali condizioni finanziarie, economiche e di mercato di BF e BFH e su altre circostanze esistenti e rese note ad oggi, nonché sui Dati in possesso di Banca IMI alla stessa data. Eventi che possano verificarsi in futuro potrebbero avere un impatto rilevante sulle conclusioni del Parere. A tale proposito, Banca IMI non assume alcun obbligo di aggiornare o correggere il Parere per tenere conto di eventuali nuovi eventi rilevanti.

Banca IMI non ha compiuto alcuna verifica indipendente circa tematiche di natura legale, fiscale, contabile, regolamentare, né riguardo alle attività e passività di BF e BFH. A Banca IMI non è stato chiesto di esprimere alcun parere, e il Parere non è inteso a esprimere opinioni su: (i) la sottostante ed autonoma decisione degli azionisti di minoranza di BF circa l'opportunità di aderire all'OPAS; (ii) eventuali raccomandazioni agli azionisti di BF in relazione al voto da esprimere nelle opportune sedi in merito all'OPAS; (iii) il prezzo a cui le nuove azioni BFH scambieranno (iii) le potenziali sinergie, benefici attesi, rischi, implicazioni fiscali e giuridiche e qualsivoglia elemento o aspetto relativo all'OPAS e all'Operazione, nel suo complesso, non espressamente trattati nel Parere. Resta inoltre inteso che Banca IMI non rilascia alcun parere, opinione o interpretazione in materie che comportino consulenza professionale in ambito giuridico, regolamentare, contabile, fiscale o altro settore di competenza; si assume che tali pareri, opinioni o interpretazioni siano stati o saranno opportunamente ottenuti da professionisti del rispettivo campo.

### **3. Limitazioni all'uso del Parere**

Il Parere e ogni ulteriore documento, dato o comunicazione scritta e/o orale a esso collegabile sono e vanno intesi per il solo ed esclusivo utilizzo del CdA nell'ambito delle proprie autonome valutazioni in merito al Corrispettivo OPAS.

La Società si impegna, salvo i casi espressamente previsti dalla Legge o dai regolamenti applicabili in materia e salvo quanto previsto nell'Incarico, a non divulgare il Parere e/o distribuirlo a terzi, anche in estratto, ovvero renderne noto il contenuto o citarlo, anche solo parzialmente, includendo con ciò le opinioni, le conclusioni o, comunque, le altre informazioni in esso contenute, senza la previa autorizzazione scritta di Banca IMI. La Società potrà menzionare i servizi prestati da Banca IMI in relazione all'OPAS (ivi

espressamente incluso il rilascio del Parere) nei comunicati che la stessa intenderà fare a seguito dell'approvazione dell'OPAS da parte degli organi sociali competenti. Qualora, al di fuori dell'ipotesi specifica sopra indicata, il Parere, nonché tutti i dati, le informazioni, le elaborazioni e le considerazioni conclusive in esso contenute, debbano essere portati a conoscenza di terzi per obblighi di legge o per ordine di una autorità competente, la Società avrà l'onere di informare prontamente Banca IMI del fatto che si è verificata una situazione cogente.

Il Parere è da interpretarsi in base alla prassi vigente in Italia e vi può essere fatto affidamento solo alla espressa condizione che sia interpretato in conformità con la stessa.

#### **4. Considerazioni valutative e metodologie di valutazione adottate**

Banca IMI ha applicato criteri metodologici comunemente accettati dalla prassi e dalla dottrina in materia di valutazioni di azienda e più largamente diffusi nella prassi nazionale ed internazionale, altresì tenendo conto delle specifiche caratteristiche di BF e BFH, oltreché dell'Operazione nel suo insieme.

Ai fini dell'analisi valutativa, Banca IMI ha fatto riferimento ai seguenti metodi di valutazione: quotazioni di borsa, patrimoniale (semplice e rettificato) e metodo dei flussi di cassa operativi scontati (*Unlevered Discounted Cash Flow*) calcolati sulla base del Piano Industriale. Le metodologie prescelte devono essere considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri, comporta una perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

Si rileva, peraltro, che l'analisi valutativa presenta alcune limitazioni intrinseche delle metodologie utilizzate e alcune criticità. In particolare:

- (i) l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando anche dati economico-finanziari relativi a BF e BFH e scenari di mercato previsionali. Tali dati presentano, per loro natura, profili di incertezza e indeterminatezza;
- (ii) il titolo BF presenta una limitata liquidità; conseguentemente, la capitalizzazione di Borsa di BF, nell'ambito dell'applicazione della metodologia delle quotazioni borsa, potrebbe non essere pienamente rappresentativa del valore della Società stessa;
- (iii) non è stato possibile applicare altre metodologie comuni alla prassi professionale, quali la metodologia dei multipli di mercato (*Trading Multiples*) e dei multipli di transazioni precedenti di settore (*Transaction Multiples*), in considerazione, rispettivamente, della limitata comparabilità delle

società quotate attive nel medesimo settore o in settori comparabili e delle società coinvolte in operazioni di M&A con Bonifiche Ferraresi.

## 5. Conclusioni

Sulla base e limitatamente a quanto precede, Banca IMI ritiene che, alla data odierna, il Corrispettivo OPAS sia congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti della Società.

In fede,

Banca IMI S.p.A.  
  
Andrea Falchetti  
Global Head of M&A Advisory

**PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI DI BONIFICHE FERRARESI  
S.P.A. SOCIETA' AGRICOLA**

*ai sensi dell'art. 39-bis del regolamento adottato dalla Consob con delibera del 14 maggio 1999 n. 11971 come successivamente modificato e integrato (il **Regolamento Emittenti**), relativo alla*

**OFFERTA PUBBLICA VOLONTARIA DI ACQUISTO E SCAMBIO PROMOSSA DA  
B.F. HOLDING S.P.A.**

**1. PREMESSA**

In data 22 marzo 2017 B.F. Holding S.p.A. (**BF Holding** o l'**Offerente**) ha comunicato, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37, comma 1, del Regolamento Emittenti, la propria decisione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di acquisto e scambio (l'**Offerta** o l'**OPAS**), ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e ss. del TUF, avente ad oggetto la totalità delle n. 1.705.220 azioni (ciascuna, una **Azione Bonifiche Ferraresi**) di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola (**Bonifiche Ferraresi** o l'**Emittente**) non possedute dall'Offerente, negoziate sul Mercato Telematico Azionario (**MTA**) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (**Borsa Italiana**).

Le Azioni Bonifiche Ferraresi oggetto dell'OPAS rappresentano il 21,654% circa del capitale sociale di Bonifiche Ferraresi, che è per la parte residua - costituita da n. 6.169.780 Azioni Bonifiche Ferraresi, rappresentative di circa il 78,346% del capitale dell'Emittente - già di proprietà dell'Offerente.

Ai sensi dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi è tenuto a diffondere un comunicato (il **Comunicato dell'Emittente**) contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'OPAS e la propria valutazione sulla medesima e sulla congruità del corrispettivo offerto da BF Holding per ogni Azione Bonifiche Ferraresi apportata all'OPAS (il **Corrispettivo OPAS**, nelle due forme del Corrispettivo Originario ovvero dal Corrispettivo Alternativo, come *infra* meglio specificato).

Tenuto conto del fatto che l'OPAS è promossa da BF Holding, soggetto titolare di una partecipazione superiore alla soglia prevista dall'art. 106, comma 1, del TUF, trova applicazione nel caso di specie l'art. 39-bis, comma 1, lett. a), punto 1), del Regolamento Emittenti.

Prima dell'approvazione del Comunicato dell'Emittente, gli amministratori di Bonifiche Ferraresi, indipendenti ai sensi dell'art. 147-ter, comma 4, del TUF e dell'art. 3 del Codice di Autodisciplina predisposto dal comitato per la *corporate governance* per le società quotate di Borsa Italiana (gli **Amministratori Indipendenti**) sono quindi chiamati a redigere un parere motivato contenente le valutazioni sull'OPAS e sulla congruità del Corrispettivo OPAS ai sensi dell'art. 39-bis, comma 2, del Regolamento Emittenti (il **Parere**).

Gli Amministratori Indipendenti precisano che il presente Parere viene redatto esclusivamente ai fini e per gli effetti dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti e non sostituisce in alcun modo il Comunicato dell'Emittente né il Documento di Offerta. Pertanto, il presente Parere non costituisce, né può essere inteso come, una

raccomandazione di adesione all'Offerta né sostituisce la valutazione di ciascun azionista di Bonifiche Ferraresi in merito alla convenienza economica di tale eventuale adesione.

## **2. ATTIVITA' DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI**

### 2.1. Amministratori Indipendenti che hanno partecipato alla redazione del Parere

Alla predisposizione ed approvazione del presente Parere hanno concorso gli Amministratori Indipendenti Prof. Alessandro Nova e Ing. Alberto Antolini, i quali hanno dichiarato di non trovarsi in alcuna situazione di correlazione con l'Offerente ai sensi del Regolamento adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato e integrato.

### 2.2. Nomina dell'Esperto Indipendente

Ai fini della predisposizione del Parere, gli Amministratori Indipendenti si sono avvalsi, ai sensi dell'art. 39-*bis*, comma 2, del Regolamento Emittenti, di Colombo & Associati S.r.l. quale esperto indipendente (l'**Esperto Indipendente**) chiamato a rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del Corrispettivo OPAS (l'**Opinion Colombo&Associati**).

In data 5 maggio 2017 l'Esperto Indipendente ha reso l'Opinion Colombo&Associati, che è allegata al presente Parere *sub* Allegato 1 e le cui conclusioni sono illustrate al successivo Paragrafo 4.

### 2.3. Documentazione esaminata

Al fine di esprimere la propria valutazione circa l'OPAS e, in particolare, circa il Corrispettivo OPAS offerto agli azionisti dell'Emittente che aderiranno all'Offerta (ciascuno, un **Aderente all'OPAS**), gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato la seguente documentazione:

- 1) la comunicazione effettuata in data 22 marzo 2017 dall'Offerente ai sensi dell'art. 102 TUF e dell'art. 37 Regolamento Emittenti, con la quale BF Holding ha reso nota la propria intenzione di promuovere l'OPAS ed ha illustrato gli elementi essenziali della stessa;
- 2) la comunicazione effettuata in data 10 aprile 2017 dall'Offerente ai sensi dell'art. 17 del Regolamento (UE) n. 596/2014, con la quale BF Holding ha reso nota la decisione di attribuire agli Aderenti all'OPAS la facoltà di optare tra due diverse formule di corrispettivo, identiche tra loro per valore, ma diversificate in relazione alle rispettive componenti azionaria e in denaro (rispettivamente, il **Corrispettivo Originario** e il **Corrispettivo Alternativo**);
- 3) il documento di offerta relativo all'OPAS depositato da BF Holding presso Consob ai sensi degli artt. 102, comma 3, del TUF e 37-*ter* del Regolamento Emittenti, come successivamente modificato e integrato fino alla data del presente Parere nel corso dell'istruttoria compiuta da Consob ai sensi delle applicabili disposizioni normative e regolamentari (il **Documento di Offerta**).

- 4) la relazione illustrativa redatta dagli amministratori dell'Offerente ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile relativa all'aumento di capitale a servizio dell'OPAS deliberato da BF Holding in data 22 marzo 2017, a termini del quale è prevista l'emissione di un numero massimo di n. 17.052.200 nuove azioni BF Holding (ciascuna, una **Azione BF Holding**), al prezzo di emissione di Euro 2,40 cadauna, da liberarsi in natura, mediante il conferimento di Azioni Bonifiche Ferraresi (**l'Aumento di Capitale OPAS**);
- 5) il parere espresso in data 6 marzo 2017 dal Collegio Sindacale dell'Offerente, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile relativo alla congruità del prezzo di emissione delle Azioni BF Holding a servizio dell'Aumento di Capitale OPAS;
- 6) la relazione rilasciata in data 3 marzo 2017, e successivamente integrata in data 10 aprile 2017, a cura dell'esperto Prof. Mauro Bini, ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile avente ad oggetto la valutazione delle Azioni Bonifiche Ferraresi da conferirsi in liberazione dell'Aumento di Capitale OPAS (la **Relazione Prof. Bini**);
- 7) il verbale dell'assemblea straordinaria di BF Holding che ha approvato l'Aumento di Capitale OPAS (come da atto a rogito del Dott. Andrea De Costa, notaio in Milano, n. rep 3204/n. racc. 1719);
- 8) l'Opinion Colombo&Associati rilasciata in data 5 maggio 2017.

### **3. LINEAMENTI ESSENZIALI DELL'OFFERTA**

#### **3.1. L'OPAS**

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta:

- l'OPAS ha natura volontaria, nella forma di acquisto e scambio di azioni, ai sensi dell'art. 102 del TUF;
- le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'OPAS dovranno essere prive di vincoli, pesi o gravami di qualsivoglia genere e natura (reali, obbligatori o personali) e liberamente trasferibili all'Offerente;
- l'efficacia dell'OPAS è condizionata al raggiungimento da parte dell'Offerente di una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi (la **Condizione di Efficacia dell'OPAS**). La Condizione di Efficacia dell'OPAS è irrevocabilmente dichiarata dall'Offerente come non rinunciabile. Al riguardo si rinvia alla Sezione A - Paragrafo A.1 del Documento di Offerta;
- l'OPAS è rivolta a tutti i titolari delle Azioni Bonifiche Ferraresi, indistintamente e a parità di condizioni;
- l'OPAS è promossa esclusivamente sul mercato italiano, in quanto le Azioni Bonifiche Ferraresi sono negoziate unicamente sul MTA e non è stata promossa negli Stati Uniti d'America, in Canada, in Giappone e in Australia né in alcun altro paese in cui tale Offerta non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità.

#### **3.2. Finalità dell'OPAS**

Secondo quanto indicato nel Documento di Offerta:

- l'OPAS si inserisce nel contesto di una più ampia operazione di carattere societario e industriale annunciata, ai sensi dell'art. 114 del TUF, da Bonifiche Ferraresi in data 13 febbraio 2017 (l'**Operazione**) volta alla riorganizzazione delle attività e della struttura di BF Holding e dell'Emittente ed alla esecuzione di un progetto industriale (il **Progetto Industriale**) finalizzato (i) alla concentrazione delle attività prettamente agricole in una società non quotata (l'attuale Bonifiche Ferraresi, le cui azioni saranno quindi in ultimo revocate dalla quotazione, nel caso l'OPAS abbia successo), e (ii) allo svolgimento di una serie di attività complementari da parte dell'Offerente (o di sue società partecipate), che diventerà una società operativa (laddove ad oggi essa svolge invece esclusivamente un'attività di *holding* di partecipazioni, detentrici di un unico *asset* rilevante costituito dalla partecipazione in Bonifiche Ferraresi) e per le cui azioni sarà chiesta l'ammissione alla negoziazione sul MTA. Al riguardo si rinvia alla Sezione G, Paragrafo G.3 del Documento di Offerta;
- l'OPAS è finalizzata alla quotazione delle Azioni BF Holding sul MTA (la **Quotazione BF Holding**) e dal contestuale *de-listing* delle Azioni Bonifiche Ferraresi mediante revoca delle stesse dalle negoziazioni sul MTA. A tal fine, nel caso in cui BF Holding venisse a detenere una partecipazione complessiva:
  - (i) superiore al 90% ma inferiore al 95% del capitale sociale dell'Emittente (per effetto delle adesioni all'OPAS ovvero di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta, nel corso del relativo periodo di adesione, ai sensi della normativa applicabile) l'Offerente adempirà all'obbligo di acquistare tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi in circolazione dagli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta, ai sensi di quanto dispone l'art. 108, comma 2, del TUF (l'**Obbligo di Acquisto 108 Comma 2**);
  - (ii) almeno pari al 95% del capitale sociale dell'Emittente (per effetto delle adesioni all'OPAS e/o di acquisti effettuati al di fuori dell'Offerta, nel corso del relativo periodo di adesione, ai sensi della normativa applicabile e/o dell'esecuzione dell'Obbligo di Acquisto 108 Comma 2), l'Offerente si avvarrà del diritto di acquistare tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi in circolazione, ai sensi di quanto dispone l'art. 111 del TUF (il **Diritto di Acquisto**). L'Offerente, esercitando il Diritto di Acquisto, darà esecuzione anche all'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 1, del TUF nei confronti degli azionisti dell'Emittente che ne facciano richiesta (l'**Obbligo di Acquisto 108 Comma 1**), dando corso pertanto – al ricorrere dei relativi presupposti di legge – ad un'unica procedura al fine di adempiere all'Obbligo di Acquisto 108 Comma 1 e, contestualmente, esercitare il Diritto di Acquisto;
- gli azionisti dell'Emittente che si avvarranno dell'Obbligo di Acquisto 108 Comma 1 ovvero dell'Obbligo di Acquisto 108 Comma 2 gravanti su BF Holding o nei confronti dei quali l'Offerente eserciterà il Diritto di Acquisto avranno facoltà di chiedere che ciascuna delle rispettive Azioni Bonifiche Ferraresi sia trasferita a BF Holding verso:

- (i) il Corrispettivo OPAS (nelle forme del Corrispettivo Originario o del Corrispettivo Alternativo); ovvero
  - (ii) un equivalente corrispettivo in denaro, determinato nel rispetto di quanto stabiliscono l'art. 108, comma 5, del TUF e l'art. 50-ter del Regolamento Emittenti, come illustrato nella Sezione G – Paragrafo G.4 del Documento di Offerta;
- qualora non si avveri la Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'OPAS non si perfezionerà e le Azioni Bonifiche Ferraresi apportate all'Offerta saranno svincolate ed immediatamente restituite ai rispettivi titolari senza addebito di oneri o spese a loro carico. In tale ipotesi, le Azioni Bonifiche Ferraresi continueranno pertanto ad essere quotate sul MTA e gli azionisti dell'Emittente resteranno titolari di strumenti finanziari negoziati su un mercato regolamentato. In tale scenario l'Offerente ha annunciato l'intenzione di dare attuazione ad un progetto di riorganizzazione diverso e alternativo (il **Progetto Alternativo di Riorganizzazione**) che contemplerà (A) l'esecuzione della fusione inversa per incorporazione di BF Holding in Bonifiche Ferraresi, sulla scorta di un concambio che sarà determinato in funzione dei *fair values* di BF Holding e di Bonifiche Ferraresi, (B) lo scorporo delle attività agricole di Bonifiche Ferraresi, mediante il conferimento delle stesse ad un veicolo di nuova costituzione interamente partecipato da quest'ultima e (C) l'ampliamento dell'oggetto sociale e, dunque, dell'attuale ambito di operatività di Bonifiche Ferraresi, le cui azioni resteranno quotate sul MTA.

### 3.3. Corrispettivo OPAS

Secondo quanto indicato nella Sezione E del Documento di Offerta, ciascun Aderente all'OPAS avrà facoltà di optare, con riferimento a ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'Offerta, tra due forme alternative di corrispettivo, di valore tra loro equivalente. In particolare, gli Aderenti all'OPAS avranno quindi la facoltà di scegliere tra:

- (i). il Corrispettivo Originario costituito da:
  - a. n. 10 nuove Azioni BF Holding, nel presupposto che le stesse siano oggetto della Quotazione BF Holding; e
  - b. la somma di Euro 1,05;

e, in alternativa, mediante l'esercizio da parte dell'Aderente all'OPAS dell'Opzione Corrispettivo Alternativo (come *infra* definita):

- (ii). il Corrispettivo Alternativo, costituito da:
  - a. n. 9,5 Azioni BF Holding; e
  - b. la somma di Euro 2,25.

Il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha fissato il Corrispettivo Originario alla luce del valore implicito unitario di Euro 25,05 riconosciuto all'Azione Bonifiche Ferraresi, determinato in funzione di una valutazione di BF Holding che esprime un premio implicito di circa il 36% rispetto al prezzo medio di mercato delle azioni



Bonifiche Ferraresi rilevato nei 6 mesi antecedenti la data in cui l'Operazione è stata annunciata al mercato, *i.e.* il 13 febbraio 2017.

L'equivalenza del valore espresso dal Corrispettivo Originario e dal Corrispettivo Alternativo, così come la conformità del Corrispettivo Alternativo al disposto dell'art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), del Codice Civile, sono state confermate anche dalla Relazione Prof. Bini.

Gli Aderenti all'OPAS potranno optare per il Corrispettivo Alternativo (in luogo del Corrispettivo Originario) esclusivamente in sede di adesione all'Offerta e solo con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione (**l'Opzione Corrispettivo Alternativo**). In considerazione del frazionamento azionario che comporta il Corrispettivo Alternativo, è peraltro previsto che gli Aderenti all'OPAS che esercitino tempestivamente l'Opzione Corrispettivo Alternativo ricevano 19 nuove Azioni BF Holding e la somma di Euro 4,50 per ogni 2 Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'Offerta.

Inoltre, nel caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi "spaiata", rispetto alla quale sarà riconosciuto il Corrispettivo Originario.

Posto che l'Aumento di Capitale OPAS è già stato deliberato, l'Offerente non deve porre in essere ulteriori adempimenti societari per dare corso all'Offerta, per quanto attiene alla componente costituita dallo scambio azionario.

Con riferimento al Corrispettivo OPAS si rinvia alla Sezione E, Paragrafi da E.1 a E.7 del Documento di Offerta.

#### **4. L'OPINION COLOMBO&ASSOCIATI**

L'Esperto Indipendente ha fondato il proprio giudizio di congruità, quale riflesso nell'Opinion Colombo&Associati, su due diversi metodi di valutazione: il metodo patrimoniale semplice ed il metodo misto patrimoniale-reddituale.

L'Esperto Indipendente ha, in primo luogo, evidenziato che la prassi valutativa consolidata dalla dottrina predilige i metodi patrimoniali (con o senza correzione reddituale) in presenza di aziende la cui stima del capitale economico sia strettamente connessa al valore di mercato dei cespiti contenuti nel proprio attivo. Tali metodologie trovano, infatti, larga applicazione nelle valutazioni delle società immobiliari-fondiarie o delle *holding*.

In particolare, l'Esperto Indipendente ha sottolineato che, nel caso di specie, il valore delle attività agricole, nelle quali Bonifiche Ferraresi concentra una consistente parte del proprio *business*, risulta essere principalmente legato all'andamento dei valori dei terreni agricoli e riflette solo in misura secondaria e parziale l'effettiva redditività dell'attività agricola. La componente reddituale, in ogni caso, ancorché non assuma un ruolo centrale nell'attività valutativa, risulta comunque considerata nell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill/badwill*.

L'Esperto Indipendente ha osservato che il metodo reddituale non è significativo nel caso di specie, in relazione alla modesta incidenza dei risultati economici storicamente

conseguiti da Bonifiche Ferraresi in rapporto alla consistenza del suo patrimonio investito in aree e terreni ad uso agricolo, circostanza peraltro tipica se si osservano le dinamiche reddituali del settore di appartenenza. Per la medesima considerazione non risulta significativa, nel caso di specie, l'adozione del metodo finanziario.

Infine, l'Esperto Indipendente ha ritenuto che le criticità derivanti dall'individuazione di società comparabili a Bonifiche Ferraresi rende poco significativo l'utilizzo del metodo dei multipli di mercato.

Sulla base delle valutazioni condotte, l'Esperto Indipendente ha stimato un valore del capitale economico di Bonifiche Ferraresi compreso tra:

- un valore minimo di Euro 181.068.000 (valore per azione: Euro 23,0), applicando il metodo misto patrimoniale-reddituale; e
- un valore massimo di Euro 188.292.000 (valore per azione: Euro 23,9), applicando il metodo patrimoniale semplice.

Al fine di verificare la congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo OPAS, l'Esperto Indipendente ha provveduto a determinare il valore del capitale economico di BF Holding in ipotesi di adesione integrale all'OPAS.

In particolare, l'Esperto Indipendente ha evidenziato che, a seguito dell'Operazione, BF Holding disporrà delle seguenti attività, che ne costituiscono integralmente il capitale investito netto:

- (i) partecipazione totalitaria in Bonifiche Ferraresi (partecipazione attuale: 78,346% + partecipazione acquisita in OPAS: 21,654%);
- (ii) risorse apportate dai soci di BF Holding in sede di aumento di capitale (Euro 10.000.000);
- (iii) risorse apportate da CDP Equity S.p.A. in sede di sottoscrizione del prestito obbligazionario (Euro 50.000.000);
- (iv) un saldo residuale di altre attività e passività per circa Euro 2.000.000, al lordo dell'esborso relativo alla componente in denaro del Corrispettivo OPAS offerta agli azionisti di Bonifiche Ferraresi (compreso tra Euro 1,8 milioni ed Euro 3,8 milioni, a seconda della tipologia di corrispettivo prescelta dagli Aderenti all'OPAS).

A seguito dell'Operazione, il capitale investito netto di BF Holding risulta interamente finanziato da mezzi propri.

In funzione del valore di riferimento assunto per Bonifiche Ferraresi (metodo patrimoniale semplice o metodo misto patrimoniale-reddituale) e del Corrispettivo OPAS offerto (nelle due diverse formule di Corrispettivo Originario e Corrispettivo Alternativo), il valore del capitale economico di BF Holding risulta ricompreso tra un minimo di Euro 239,2 milioni (Euro 2,25 per azione) e un massimo di Euro 248,5 milioni (Euro 2,32 per azione).

Sulla base (i) dei valori unitari delle Azioni BF Holding sopra individuati e (ii) dell'ammontare in denaro riconosciuto agli Aderenti all'OPAS, il Corrispettivo OPAS risulta superiore al valore del capitale economico di Bonifiche Ferraresi precedentemente individuato (minimo: Euro 23,0 per azione; massimo: Euro 23,9 per azione).

Alla luce di tale circostanza, l'Esperto Indipendente ha concluso che il Corrispettivo OPAS sia da ritenersi congruo, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di minoranza di Bonifiche Ferraresi.

Per ulteriori informazioni, si rinvia all'Opinion Colombo&Associati (qui acclusa *sub* Allegato 1).

## 5. VALUTAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI

Gli Amministratori Indipendenti constatano che:

- (i) il presente Parere dà conto dei, e riguarda essenzialmente i contenuti prescritti dall'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti relativamente alla congruità del Corrispettivo OPAS e alla valutazione dell'OPAS stessa;
- (ii) gli Amministratori Indipendenti, avvalendosi del complessivo lavoro istruttorio condotto, concorreranno, nella loro qualità di componenti del Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi, alle valutazioni e deliberazioni di competenza di quest'ultimo per l'approvazione del Comunicato dell'Emittente;
- (iii) nello svolgimento delle attività istruttorie dagli stessi condotte in relazione all'OPAS, gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato tutti i pertinenti aspetti e profili utili per l'apprezzamento dell'OPAS, la valutazione della stessa e della congruità del Corrispettivo OPAS per le finalità sia del Comunicato dell'Emittente da approvarsi da parte del Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi sia del presente Parere;
- (iv) gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato i programmi futuri dell'Offerente illustrati nella Sezione G – Paragrafo G.3 del Documento di Offerta;
- (v) gli Amministratori Indipendenti hanno preso atto della decisione dell'Offerente di subordinare l'OPAS alla Condizione di Efficacia dell'OPAS e della sua intenzione di non ripristinare il flottante di Bonifiche Ferraresi, avvalendosi degli artt. 108 e/o 111 del TUF, con conseguente *de-listing* di Bonifiche Ferraresi;
- (vi) gli Amministratori Indipendenti hanno inoltre preso atto che, in caso di mancato avveramento della Condizione di Efficacia dell'OPAS, l'Offerente avvierà prontamente il processo necessario a dare attuazione al Progetto Alternativo di Riorganizzazione.

Alla luce di tutto quanto precede, gli Amministratori Indipendenti, all'unanimità,

- esaminati i contenuti del Documento di Offerta e della ulteriore documentazione relativa all'OPAS;
- esaminata l'Opinion Colombo&Associati;
- ritenuto di condividere le conclusioni raggiunte dall'Esperto Indipendente in merito al Corrispettivo OPAS;
- valutato che il presente Parere viene reso ai sensi e per gli effetti dell'art. 39-*bis* del Regolamento Emittenti e, dunque, ai fini del rilascio, da parte del Consiglio di Amministrazione di Bonifiche Ferraresi, del successivo Comunicato dell'Emittente ai sensi dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti,

esprimono all'unanimità una valutazione positiva sull'Offerta e sulla congruità del Corrispettivo OPAS.

**Allegati:**

Allegato 1: Opinione Colombo&Associati in data 5 maggio 2017.

\*\*\*

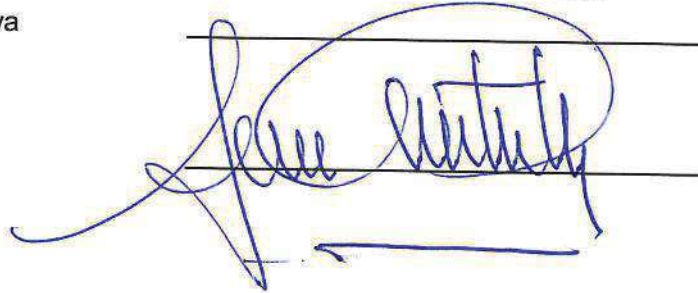
Milano, 8 maggio 2017

Gli Amministratori Indipendenti:

Prof. Alessandro Nova



Ing. Alberto Antolini



**Fairness Opinion a supporto degli Amministratori Indipendenti di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola in riferimento all'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio volontaria (OPAS) promossa da B.F. Holding S.p.A. sulle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola**

Milano, 5 Maggio 2017

**1. L'incarico ad oggetto e la finalità della stima**

In data 7 marzo 2017 Colombo & Associati S.r.l., con sede legale in Milano - Piazza dei Mercanti n. 11, è stata incaricata (di seguito l' "Incarico") da Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola (di seguito anche la "Società" o "Bonifiche Ferraresi") di predisporre un parere (di seguito anche "Fairness Opinion") in riferimento alla congruità, da un punto di vista finanziario, dell'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio volontaria (l' "OPAS" o l' "Offerta") promossa dalla controllante B.F. Holding S.p.A. (di seguito anche l' "Offerente" ovvero "BF Holding") sulle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi.

La presente relazione di stima ha quindi ad oggetto la determinazione del valore dell'intero patrimonio della Società alla data di predisposizione del seguente documento e, conseguentemente, della frazione di patrimonio netto rappresentato da ciascuna delle n° 1.705.220 azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi oggetto dell'OPAS promossa da BF Holding, corrispondenti al 21,65% del capitale della Società.

In particolare, la presente *Fairness Opinion* si pone l'obiettivo di presentare agli amministratori indipendenti della Società un parere terzo e neutrale che indichi se il corrispettivo unitario dell'OPAS promossa da BF Holding (di seguito il "Corrispettivo Unitario dell'OPAS") possa essere ritenuto equo e ragionevole da un punto di vista finanziario.

A tale riguardo, si segnala che il Corrispettivo Unitario dell'OPAS è stato originariamente determinato dall'Offerente nella misura di 10 azioni ordinarie BF Holding di nuova emissione - come infra definite - e Euro 1,05 (in denaro) a fronte di ciascuna azione di Bonifiche Ferraresi portata in adesione.

Successivamente, l'Offerente - in considerazione dell'onere fiscale cui taluni azionisti di Bonifiche Ferraresi sarebbero soggetti in considerazione del valore al quale hanno in carico le azioni Bonifiche Ferraresi - ha riconosciuto agli aderenti all'OPAS la possibilità di optare per una seconda formulazione del Corrispettivo Unitario, con una differente composizione tra la componente azionaria e quella in denaro.

In particolare, gli aderenti all'OPAS potranno decidere di ricevere in cambio di ciascuna azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione:

- a) il corrispettivo inizialmente indicato, vale a dire (i) 10 azioni ordinarie di BF Holding di nuova emissione per ciascuna azione Bonifiche Ferraresi e (ii) la somma di Euro 1,05; ovvero, in alternativa
- b) un corrispettivo costituito da (i) 9,5 Azioni BF Holding di nuova emissione e (ii) la somma di Euro 2,25 in denaro (tenendo conto del frazionamento azionario che comporterebbe tale ipotesi, questo sarà strutturato in modo da prevedere che gli aderenti all'OPAS che optino per tale corrispettivo ricevano 19 azioni BF Holding di nuova emissione e la somma di Euro 4,50 per ogni 2 azioni Bonifiche Ferraresi).

## 2. La data di riferimento e la documentazione analizzata

### 2.1 La data di riferimento

La data di riferimento per la stima del valore economico della Società è quella di redazione della presente *Fairness Opinion*. Alla luce del fatto che:

- il valore del capitale economico della Società è quasi esclusivamente ascrivibile all'andamento del relativo patrimonio fondiario ed immobiliare, che, per propria natura, non presenta oscillazioni rilevanti di valore nel brevissimo periodo;
- la data di più recente redazione dei dati economici, patrimoniali e finanziari della Società è il 31 dicembre 2016;
- dal 31 dicembre 2016 alla data di redazione del presente Parere, come attestato dalla Società, non sono intercorsi fatti, eventi o circostanze tali da influire, in misura rilevante, sui risultati economici e patrimoniali di Bonifiche Ferraresi;

la data del 31 dicembre 2016 è idonea e ragionevole per essere utilizzata come base di stima per la valutazione del capitale economico della Società alla data di predisposizione del seguente documento.

### 2.2 La documentazione analizzata

Per lo svolgimento dell'incarico ricevuto sono stati acquisiti ed esaminati i dati e le informazioni fornite dalla Società, tra le quali:

- i comunicati stampa rilasciati da Bonifiche Ferraresi in data 13 febbraio 2017, 22 marzo 2017 e 10 aprile 2017;
- il bilancio di esercizio di Bonifiche Ferraresi al 31 dicembre 2013, 2014, 2015 e 2016;
- il bilancio consolidato e di esercizio di BF Holding al 31 dicembre 2016;
- i prospetti economici, patrimoniali e finanziari 2017-2025 relativi al piano industriale sottostante il Progetto di Riorganizzazione, ricevuti in data 7 aprile 2016;
- la relazione peritale predisposta da IPI in data 10 febbraio 2017 avente ad oggetto la stima del valore di mercato del patrimonio immobiliare della Società al 31 dicembre 2016.

Il quadro informativo è stato completato da una serie di notizie, resoconti ed informazioni in genere, anche di natura prospettica, acquisiti direttamente mediante colloqui con il management aziendale, oltre che da una serie di informazioni reperite sia da siti internet, sia da banche dati appositamente utilizzate. Tutta la documentazione esaminata viene conservata agli atti presso la sede legale di Colombo & Associati S.r.l.

Nella predisposizione del presente parere, Colombo & Associati S.r.l. ha assunto e fatto affidamento, senza sottoporle a verifica indipendente, nella correttezza e completezza di tutte le informazioni utilizzate, incluse, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni finanziarie e le altre informazioni fornite dal management della Società.

Colombo & Associati S.r.l. non ha effettuato alcuna indagine o valutazione indipendente sul contenuto di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni e non ha fornito né ottenuto alcun parere specialistico di natura, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, legale, contabile, attuariale, ambientale, informatico o fiscale; di conseguenza, il presente parere non tiene conto delle possibili implicazioni che avrebbe potuto comportare uno qualunque dei suddetti tipi di analisi.

Inoltre, il parere si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato, normative e regolatorie esistenti alla data attuale. Gli eventi che si verificheranno successivamente alla data del presente parere potranno incidere sulle conclusioni dello stesso e sui presupposti su cui esso si basa. In particolare, la futura evoluzione delle dinamiche strutturali del settore agricolo e delle leggi che lo regolamentano potrebbe

influire sulle determinanti di valore della Società; in tal caso Colombo & Associati S.r.l. non avrà alcun obbligo di aggiornare, modificare o confermare il presente parere.

### 3. La scelta dei criteri valutativi

Con riferimento alla società oggetto di stima e alle finalità della presente relazione, si ritiene opportuna l'applicazione di due metodi, ovvero il **metodo patrimoniale semplice** ed il **metodo misto patrimoniale-reddituale**. Le ragioni alla base di tale scelta sono di seguito illustrate.

In primis, e più in generale, la prassi valutativa consolidata dalla dottrina predilige i metodi patrimoniali (con o senza correzione reddituale) in presenza di aziende la cui stima del capitale economico è strettamente connessa al valore di mercato dei cespiti contenuti nel proprio attivo. Tali metodologie trovano, infatti, larga applicazione nelle valutazioni delle società immobiliari-fondiarie o delle holding.

In particolare, nel caso di specie, il valore delle attività agricole, nelle quali la Società concentra una larghissima parte del proprio *business*, risulta essere principalmente legato all'andamento dei valori dei terreni agricoli (vista la connotazione peculiare di bene rifugio che caratterizza le proprietà fondiarie) e riflette solo in misura secondaria e parziale l'effettiva redditività dell'attività agricola. La componente reddituale, in ogni caso, ancorché non assuma un ruolo centrale nell'attività valutativa, risulta comunque considerata nell'applicazione del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill/badwill*.

Il metodo reddituale non è significativo nel caso di specie, in relazione alla modesta incidenza dei risultati economici storicamente conseguiti dalla Società in rapporto alla consistenza del suo patrimonio investito in aree e terreni ad uso agricolo, circostanza peraltro tipica se si osservano le dinamiche reddituali del settore di appartenenza. Per la medesima considerazione non è significativa, nel caso di specie, l'adozione del metodo finanziario.

Le criticità derivanti dall'individuazione di società comparabili a Bonifiche Ferraresi rende infine poco significativo infine l'utilizzo del metodo dei multipli di mercato.

### 4. Risultati delle analisi valutative condotte e conclusioni in merito alla congruità dell'offerta

Sulla base delle analisi di valutazione condotte, il valore del capitale economico di Bonifiche Ferraresi può essere ricompreso tra:

- un **valore minimo** di Euro 181.068 migliaia (valore per azione: Euro 23,0), applicando il metodo patrimoniale misto patrimoniale-reddituale; e
- un **valore massimo** di Euro 188.292 migliaia (valore per azione: Euro 23,9), applicando il metodo patrimoniale semplice.

Al fine di verificare la congruità, dal punto di vista finanziario, del Corrispettivo Unitario dell'OPAS offerto da BF Holding agli azionisti di minoranza di Bonifiche Ferraresi, si è provveduto a determinare il valore del capitale economico di BF Holding in ipotesi di adesione integrale all'OPAS.

In particolare, a seguito dell'Operazione, BF Holding disporrà delle seguenti attività, che ne costituiscono integralmente il capitale investito netto:

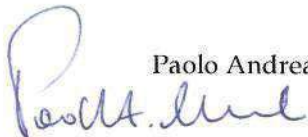
- partecipazione totalitaria in Bonifiche Ferraresi (partecipazione attuale: 78,346% + partecipazione acquisita in OPAS: 21,654%);
- risorse apportate dai soci di BF Holding in sede di aumento di capitale (Euro 10 milioni);
- risorse apportate da CDP Equity in sede di sottoscrizione del POC (Euro 50 milioni);
- un saldo residuale di altre attività e passività per circa Euro 2 milioni, al lordo dell'esborso relativo alla componente in denaro del Corrispettivo Unitario dell'OPAS offerta agli azionisti di Bonifiche Ferraresi (compreso tra Euro 1,8 milioni ed Euro 3,8 milioni, a seconda della tipologia di corrispettivo prescelta dagli azionisti di Bonifiche Ferraresi in sede di adesione all'OPAS).

A seguito dell'Operazione, il capitale investito netto di BF Holding risulta interamente finanziato da mezzi propri.

In funzione del valore di riferimento assunto per Bonifiche Ferraresi, il valore unitario del capitale economico di BF Holding risulta rispettivamente pari a Euro 2,25 per azione (assumendo una valutazione di Bonifiche Ferraresi pari a Euro 23,0 per azione, determinata applicando il metodo misto patrimoniale-reddituale) ed Euro 2,32 per azione (assumendo una valutazione di Bonifiche Ferraresi pari a Euro 23,9 per azione, determinata applicando il metodo patrimoniale semplice).

Sulla base (i) dei valori unitari delle azioni BF Holding sopra individuati e (ii) dell'ammontare in denaro riconosciuto agli aderenti all'OPAS, il Corrispettivo Unitario risulta superiore al valore del capitale economico di Bonifiche Ferraresi precedentemente individuato (minimo: Euro 23,0 per azione; massimo: Euro 23,9 per azione).

Alla luce di tale circostanza, il Corrispettivo Unitario OPAS offerto da BF Holding può essere ritenuto congruo, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di minoranza di Bonifiche Ferraresi.

  
Paolo Andrea Colombo

\_\_\_\_\_  
Presidente del Consiglio di Amministrazione - Colombo & Associati



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27.1.2010, N. 39  
E DELL'ART. 165-BIS DEL D. LGS. 24.2.1998, N. 58**

**Agli Azionisti della  
B.F. HOLDING S.p.A.**

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio consolidato, costituito dai prospetti della situazione patrimoniale-finanziaria, del conto economico, del conto economico complessivo e delle variazioni di patrimonio netto, dal rendiconto finanziario e dalle relative note illustrative, della B.F. Holding S.p.A. e sue controllate ("Gruppo B.F. Holding") chiuso al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del bilancio consolidato in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A. (la Società). E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio consolidato e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio consolidato sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio consolidato, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

La Società non ha presentato dati comparativi in quanto, essendo stata costituita in data 30 maggio 2014, il bilancio esaminato rappresenta il primo bilancio consolidato redatto dalla Società.

3. A nostro giudizio, il bilancio consolidato del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2014 è conforme agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria, il risultato economico ed i flussi di cassa del Gruppo B.F. Holding per l'esercizio chiuso a tale data.

4. La responsabilità della redazione della relazione sulla gestione in conformità a quanto previsto dalle norme di legge compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla CONSOB. A nostro giudizio la relazione sulla gestione è coerente con il bilancio consolidato del Gruppo B.F Holding al 31 dicembre 2014.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.

  
Carlo Pergolari  
Socio

Padova, 8 maggio 2015

## RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE INDIPENDENTE AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39 E DELL'ART. 165-BIS DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58

**Agli Azionisti della  
B.F. HOLDING S.p.A.**

### **Relazione sul bilancio consolidato**

Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio consolidato della B.F. Holding S.p.A. e sue controllate ("Gruppo B.F. Holding"), costituito dalla situazione patrimoniale-finanziaria al 31 dicembre 2015, dal conto economico, dal conto economico complessivo, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario per l'esercizio chiuso a tale data, da una sintesi dei principi contabili significativi e dalle altre note esplicative.

### *Responsabilità degli Amministratori per il bilancio consolidato*

Gli Amministratori sono responsabili per la redazione del bilancio consolidato che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea.

### *Responsabilità della società di revisione*

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sul bilancio consolidato sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11, comma 3, del D.Lgs. 39/2010. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che il bilancio consolidato non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nel bilancio consolidato. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nel bilancio consolidato dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione del bilancio consolidato dell'impresa che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze, e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno dell'impresa. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione del bilancio consolidato nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio.

### *Giudizio*

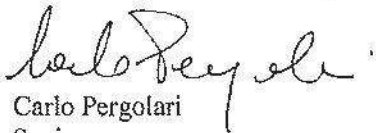
A nostro giudizio, il bilancio consolidato fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2015, del risultato economico e dei flussi di cassa per l'esercizio chiuso a tale data in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea.

### **Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari**

#### *Giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio consolidato*

Abbiamo svolto le procedure indicate nel principio di revisione (SA Italia) n.720B al fine di esprimere, come richiesto dalle norme di legge, un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione, la cui responsabilità compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A., con il bilancio consolidato del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2015. A nostro giudizio la relazione sulla gestione è coerente con il bilancio consolidato del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2015.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Carlo Pergolari  
Socio

Padova, 23 giugno 2016

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE INDIPENDENTE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39 E  
DELL'ART. 165-BIS DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

**Agli Azionisti della  
B.F. Holding S.p.A.**

**Relazione sul bilancio consolidato**

Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio consolidato della B.F. Holding S.p.A. e sue controllate ("Gruppo B.F. Holding"), costituito dalla situazione patrimoniale-finanziaria al 31 dicembre 2016, dal conto economico, dal conto economico complessivo, dal prospetto delle variazioni del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario per l'esercizio chiuso a tale data, da una sintesi dei principi contabili significativi e dalle altre note illustrative.

*Responsabilità degli Amministratori per il bilancio consolidato*

Gli Amministratori sono responsabili per la redazione del bilancio consolidato che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea.

*Responsabilità della società di revisione*

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sul bilancio consolidato sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11 del D.Lgs. 39/2010. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che il bilancio consolidato non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nel bilancio consolidato. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nel bilancio consolidato dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione del bilancio consolidato dell'impresa che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze, e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno dell'impresa. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione del bilancio consolidato nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio.

## *Giudizio*

A nostro giudizio, il bilancio consolidato fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2016, del risultato economico e dei flussi di cassa per l'esercizio chiuso a tale data in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea.

## **Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari**

### *Giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio consolidato*

Abbiamo svolto le procedure indicate nel principio di revisione (SA Italia) n.720B al fine di esprimere, come richiesto dalle norme di legge, un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione, la cui responsabilità compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A., con il bilancio consolidato del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2016. A nostro giudizio la relazione sulla gestione è coerente con il bilancio consolidato del Gruppo B.F. Holding al 31 dicembre 2016.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



**Carlo Pergolari**

Socio

Padova, 6 marzo 2017

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27.1.2010, N. 39  
E DELL'ART. 165-BIS DEL D. LGS. 24.2.1998, N. 58**

**Agli Azionisti della  
B.F. HOLDING S.p.A.**

1. Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. (la "Società") chiuso al 31 dicembre 2014. La responsabilità della redazione del bilancio in conformità alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A. E' nostra la responsabilità del giudizio professionale espresso sul bilancio e basato sulla revisione contabile.
2. Il nostro esame è stato condotto secondo i principi e i criteri per la revisione contabile raccomandati dalla CONSOB. In conformità ai predetti principi e criteri, la revisione è stata pianificata e svolta al fine di acquisire ogni elemento necessario per accertare se il bilancio d'esercizio sia viziato da errori significativi e se risulti, nel suo complesso, attendibile. Il procedimento di revisione comprende l'esame, sulla base di verifiche a campione, degli elementi probativi a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati e della ragionevolezza delle stime effettuate dagli Amministratori. Riteniamo che il lavoro svolto fornisca una ragionevole base per l'espressione del nostro giudizio professionale.

La Società non ha presentato dati comparativi in quanto, essendo stata costituita in data 30 maggio 2014, il bilancio esaminato rappresenta il primo bilancio d'esercizio redatto dalla Società

3. A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2014 è conforme alle norme che ne disciplinano i criteri di redazione; esso pertanto è redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria e il risultato economico della Società.
4. La responsabilità della redazione della relazione sulla gestione in conformità a quanto previsto dalle norme di legge compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A. E' di nostra competenza l'espressione del giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio, come richiesto dalla legge. A tal fine, abbiamo svolto le procedure indicate dal principio di revisione n. 001 emanato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e raccomandato dalla CONSOB. A nostro giudizio la relazione sulla gestione è coerente con il bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2014.

**DELOITTE & TOUCHE S.p.A.**

  
Carlo Pergolari  
Socio

**Padova, 8 maggio 2015**

Ancora Bari Bergamo Bologna Brescia Cagliari Firenze Genova Milano Napoli Padova  
Palermo Parma Roma Torino Verona

Sede Legale: Via Tolstoj, 25 - 20144 Milano - Capitale Sociale: Euro 10.320.220,00 i.v.  
Codice Fiscale/Registro delle Imprese Milano n. 03049360186 - R.E.A. Milano n. 1720239  
Partita IVA: IT03049360186

Member of Deloitte Touche Tohmatsu Limited

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE INDIPENDENTE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39  
E DELL'ART. 165-BIS DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

**Agli Azionisti della  
B.F. HOLDING S.p.A.**

**Relazione sul bilancio d'esercizio**

Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A., costituito dallo stato patrimoniale al 31 dicembre 2015, dal conto economico per l'esercizio chiuso a tale data e dalla nota integrativa.

*Responsabilità degli Amministratori per il bilancio d'esercizio*

Gli Amministratori sono responsabili per la redazione del bilancio d'esercizio che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione.

*Responsabilità della società di revisione*

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sul bilancio d'esercizio sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11, comma 3, del D.Lgs. 39/2010. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che il bilancio d'esercizio non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nel bilancio d'esercizio. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nel bilancio d'esercizio dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione del bilancio d'esercizio dell'impresa che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze, e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno dell'impresa. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione del bilancio d'esercizio nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio.




*Giudizio*

A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2015 e del risultato economico per l'esercizio chiuso a tale data in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione.

**Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari***Giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio d'esercizio*

Abbiamo svolto le procedure indicate nel principio di revisione (SA Italia) n.720B al fine di esprimere, come richiesto dalle norme di legge, un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione, la cui responsabilità compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A., con il bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2015. A nostro giudizio la relazione sulla gestione è coerente con il bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2015.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Carlo Pergolari  
Socio

Padova, 23 giugno 2016

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE INDIPENDENTE  
AI SENSI DELL'ART. 14 DEL D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 39 E  
DELL'ART. 165-BIS DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58**

**Agli Azionisti della  
B.F. Holding S.p.A.**

**Relazione sul bilancio d'esercizio**

Abbiamo svolto la revisione contabile del bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A., costituito dallo stato patrimoniale al 31 dicembre 2016, dal conto economico e dal rendiconto finanziario per l'esercizio chiuso a tale data e dalla nota integrativa.

*Responsabilità degli Amministratori per il bilancio d'esercizio*

Gli Amministratori sono responsabili per la redazione del bilancio d'esercizio che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione.

*Responsabilità della società di revisione*

E' nostra la responsabilità di esprimere un giudizio sul bilancio d'esercizio sulla base della revisione contabile. Abbiamo svolto la revisione contabile in conformità ai principi di revisione internazionali (ISA Italia) elaborati ai sensi dell'art. 11 del D.Lgs. 39/2010. Tali principi richiedono il rispetto di principi etici, nonché la pianificazione e lo svolgimento della revisione contabile al fine di acquisire una ragionevole sicurezza che il bilancio d'esercizio non contenga errori significativi.

La revisione contabile comporta lo svolgimento di procedure volte ad acquisire elementi probativi a supporto degli importi e delle informazioni contenuti nel bilancio d'esercizio. Le procedure scelte dipendono dal giudizio professionale del revisore, inclusa la valutazione dei rischi di errori significativi nel bilancio d'esercizio dovuti a frodi o a comportamenti o eventi non intenzionali. Nell'effettuare tali valutazioni del rischio, il revisore considera il controllo interno relativo alla redazione del bilancio d'esercizio dell'impresa che fornisca una rappresentazione veritiera e corretta al fine di definire procedure di revisione appropriate alle circostanze, e non per esprimere un giudizio sull'efficacia del controllo interno dell'impresa. La revisione contabile comprende altresì la valutazione dell'appropriatezza dei principi contabili adottati, della ragionevolezza delle stime contabili effettuate dagli Amministratori, nonché la valutazione della presentazione del bilancio d'esercizio nel suo complesso.

Riteniamo di aver acquisito elementi probativi sufficienti ed appropriati su cui basare il nostro giudizio.

## *Giudizio*

A nostro giudizio, il bilancio d'esercizio fornisce una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2016, del risultato economico e dei flussi di cassa per l'esercizio chiuso a tale data in conformità alle norme italiane che ne disciplinano i criteri di redazione.

## **Relazione su altre disposizioni di legge e regolamentari**

### *Giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione con il bilancio d'esercizio*

Abbiamo svolto le procedure indicate nel principio di revisione (SA Italia) n.720B al fine di esprimere, come richiesto dalle norme di legge, un giudizio sulla coerenza della relazione sulla gestione, la cui responsabilità compete agli Amministratori della B.F. Holding S.p.A., con il bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2016. A nostro giudizio la relazione sulla gestione è coerente con il bilancio d'esercizio della B.F. Holding S.p.A. al 31 dicembre 2016.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



**Carlo Pergolari**  
Socio

Padova, 6 marzo 2017

Prof. Mauro Bini  
Ordinario di Finanza Aziendale  
nell'Università L. Bocconi – Milano

**STIMA DEL VALORE AL 31.12.2016 DELLE AZIONI ORDINARIE DI  
BONIFICHE FERRARESI S.P.A. OGGETTO DI POSSIBILE CONFERIMENTO  
NELL'AMBITO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO  
PROMOSSA DA B.F. HOLDING S.P.A.**

**RELAZIONE AI SENSI DELL'ART. 2343 TER, COMMA 2, LETTERA B) DEL  
CODICE CIVILE.**

Milano, 3 marzo 2017

## INDICE

<b>I. L'INCARICO RICEVUTO .....</b>	<b>3</b>
1.1 L'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO E SCAMBIO LANCIATA DA B.F. HOLDING S.P.A. ....	3
1.2 PROFILO PROFESSIONALE .....	5
1.3 INDIPENDENZA, CODICE ETICO E PRINCIPI DI VALUTAZIONE ADOTTATI .....	6
1.4 I PROFILI PECULIARI DELL'OPERAZIONE ED I LORO RIFLESSI SULLA VALUTAZIONE.....	10
1.5 OGGETTO DELL'INCARICO .....	13
1.6 LA BASE INFORMATIVA.....	17
<b>II. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO .....</b>	<b>19</b>
2.1 LE AZIONI DI BONIFICHE FERRARESI OGGETTO DI POTENZIALE CONFERIMENTO.....	19
2.2 L'ATTIVITÀ SVOLTA DA BONIFICHE FERRARESI .....	19
2.3 LA SITUAZIONE ECONOMICA E PATRIMONIALE DI BONIFICHE FERRARESI .....	26
<b>III. APPROCCI VALUTATIVI E DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>29</b>
3.1 PREMessa METODOLOGICA CON RIFERIMENTO AI DRIVER DI VALORE DELLA SOCIETÀ.....	29
3.2 LA SCELTA DEGLI APPROCCI VALUTATIVI .....	34
<b>IV. L'APPLICAZIONE DEI CRITERI .....</b>	<b>56</b>
4.1 IL CRITERIO PER SOMMA DI PARTI (SOP) .....	56
4.2 IL CRITERIO <i>DISCOUNTED CASH FLOWS</i> (DCF) .....	73
4.3 IL CRITERIO PATRIMONIALE SEMPLICE .....	77
4.4 LA STIMA DEL VALORE INTRINSECO DELLE AZIONI DI BONIFICHE FERRARESI .....	85
4.5 ANALISI DI <i>SENSITIVITY</i> RISPETTO AD UN'IPOTESI DI RITARDO NELLA REALIZZAZIONE DEL PIANO .....	87
<b>V. CONCLUSIONI .....</b>	<b>91</b>
<b>ALLEGATI .....</b>	<b>93</b>

## I. L'INCARICO RICEVUTO

### 1.1 L'offerta pubblica di acquisto e scambio lanciata da B.F. Holding S.p.A.

BF Holding S.p.A. (di seguito anche l'Offerente o BFH) ha richiesto allo scrivente una relazione di stima al 31.12.2016 del valore delle azioni della Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per le imprese Agricole S.p.A. Società Agricola (di seguito anche Bonifiche Ferraresi o BF o la Società), Società con titoli quotati sul MTA gestito da Borsa Italiana, oggetto di possibile conferimento nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da BFH., ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile.

Il 13 febbraio 2017 il Consiglio di Amministrazione di BFH ha infatti deliberato di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria avente per oggetto sino ad un massimo di n. 1.705.220 azioni di Bonifiche Ferraresi (di seguito anche l'Offerta o l'OPASc) che corrispondono alla totalità delle azioni non detenute da BF Holding. Il capitale di BF è infatti detenuto per il 78,3% da BF Holding e per il 21,7% da azionisti terzi. L'OPASc è rivolta al 21,7% del capitale detenuto da questi ultimi.

BF Holding è una Società non quotata (che svolge l'attività di *holding* pura) con posizione finanziaria netta positiva e la cui attività principale è costituita dalla partecipazione in BF, Società operativa quotata, che svolge attività agricola.

Per ciascuna azione di Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'offerta, BF Holding, in qualità di offerente, riconoscerà un corrispettivo rappresentato da: (a) una componente in contanti pari ad euro 1,05 (corrispondente a circa il 4% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria BF, pari a 25,05 euro) e (b) dieci azioni ordinarie BF Holding (corrispondenti a circa il 96% della valorizzazione complessiva di ciascuna azione ordinaria) di nuova emissione.

Sulla base dell'aumento di capitale di BF Holding di euro 40.925.280,00 (corrispondente a n. 17.052.200 azioni di nuova emissione con rinuncia al diritto di opzione da assegnare in scambio al prezzo di emissione inclusivo di sovrapprezzo di 2,40 euro ciascuna), il corrispettivo esprime una valorizzazione di ciascuna azione ordinaria di BF pari a 25,05 e del 100% del patrimonio di BF pari a 197.268.750 euro (= valorizzazione di ciascuna azione ordinaria di BF x n. di azioni complessive di BF = 25,05 x 7.875.000).

L'OPASc si inserisce in un'operazione più complessa finalizzata a realizzare un progetto industriale di valorizzazione di BF, che prevede in capo a BF Holding la seguente sequenza di operazioni finanziarie fra loro inscindibilmente connesse:

- a) aumento di capitale a pagamento offerto in opzione ai soci per un controvalore di 10.000.000 di euro con emissione di n. 4.166.666 nuove azioni BF Holding ad un prezzo di 2,40 euro per azione. Tale prezzo è ottenuto in trasparenza sulla base della valorizzazione delle azioni di BF detenute da BF Holding a 25,05 euro ciascuna;
- b) emissione di un Prestito Obbligazionario Convertendo (POC) di importo nominale complessivo di 50.000.000 di euro riservato a CDP Equity S.p.A da convertirsi in n. 20.833.333 azioni di BF Holding ad un prezzo di conversione di 2,40 euro per azione (il prezzo anche in questo caso è ottenuto in trasparenza sulla base della valorizzazione delle azioni di BF detenute da BF Holding a 25,05 euro ciascuna);
- c) lancio dell'OPASc da parte di BF Holding sulla base di un corrispettivo in contanti ed in azioni che valorizza ciascuna azione BF Holding offerta in scambio 2,40 euro;
- d) richiesta di ammissione alla quotazione sul MTA di BF Holding;
- e) conversione automatica del POC in azioni di BF Holding;
- f) de-listing di BF;
- g) concentrazione delle attività agricole di BF in una Società non quotata e sviluppo delle altre attività complementari a quelle agricole in capo alla Holding.

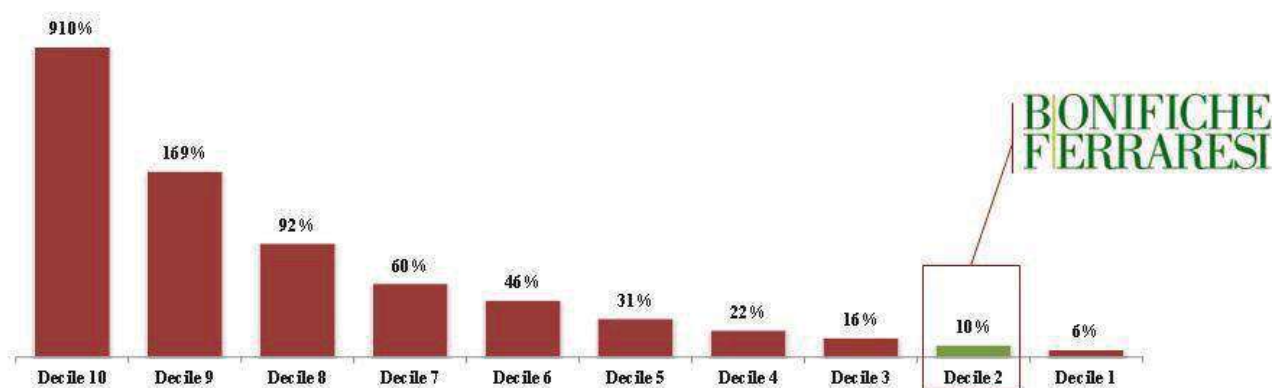
Il progetto industriale a regime prevede che le attività agricole siano segregate in una Società non quotata specializzata controllata da BF Holding. Grazie alle risorse raccolte con l'aumento di capitale offerto ai soci e con il POC: la Società agricola estenderebbe la estensione fondiaria attuale mentre BF Holding svilupperebbe le attività complementari a quelle agricole assumendo così il ruolo di Holding mista. BF nella prospettiva *stand alone*, prescindendo cioè dai nuovi progetti di sviluppo fondiario e dalle nuove attività complementari a quella agricola, è invece in grado di finanziare autonomamente lo sviluppo del proprio *business* che insiste sull'estensione fondiaria corrente senza attingere alle risorse raccolte tramite aumento di capitale di BFH e di POC.

Come si è detto la valorizzazione di ciascuna azione ordinaria di BF Holding a 2,40 euro si fonda sull'applicazione del criterio del NAV dove il valore di ciascuna azione ordinaria detenuta in Bonifiche Ferraresi è stimato in 25,05 euro.

Al 31.12.2016 BF mostra una posizione finanziaria netta (debito netto) pari a 4,3 milioni di euro a fronte di un capitale investito netto pari a 160,9 milioni di euro. La quotazione dell'azione ordinaria al 31.12.2016 è pari a 18,51 euro. Va rilevato che il livello di scambi del titolo azionario è molto contenuto: il *turnover* medio cumulato nel 2016 (= numero di azioni scambiate / numero di azioni esistenti) è stato pari al 7,5% (a fronte di un *turnover* mediano delle Società quotate italiane pari al 31%). La figura che segue mostra che il

titolo Bonifiche Ferraresi si posiziona nel secondo decile delle Società italiane per *turnover* annuo cumulato.

**Figura 1.1.1: Turnover annuo cumulato Società quotate italiane per decile**



L'OPASc è subordinata alla condizione non rinunciabile da parte dell'Offerente che all'esito della stessa BF Holding detenga una percentuale superiore al 90% del capitale di Bonifiche Ferraresi (c.d. soglia minima), al fine di poter dare attuazione al *delisting* di BF e alla quotazione di BF Holding.

Laddove l'OPASc non raggiungesse la soglia minima, BF Holding promuoverebbe una fusione inversa per incorporazione di BF Holding in BF, con successivo scorporo delle attività agricole svolte da BF in una Società specializzata e mantenendo l'attuale quotazione sul MTA delle azioni di Bonifiche Ferraresi, la quale avvierebbe le attività complementari a quelle agricole assumendo il ruolo di Holding mista.

Dunque la fusione consentirebbe di ottenere i medesimi effetti economici dell'OPASc, ma con tempi più dilatati e costi maggiori.

## 1.2 Profilo Professionale

Lo scrivente è:

- Professore Ordinario di Finanza Aziendale nell'Università L. Bocconi di Milano – *Dept. of Accounting*;
- Presidente del Comitato di Gestione di OIV- Organismo Italiano di valutazione, lo *standard setter* italiano nel campo delle valutazioni;



- Membro dello *Standard Review Board* di IVSC – *International Valuation Standard Council*, lo *standard setter* internazionale nel campo delle valutazioni;
- Membro del *Consultative Advisory Board Group (CAG)* di IAASB- *International Auditing and Assurance Standard Boards*, lo *standard setter* internazionale nel campo della revisione contabile;
- Autore di manuali che rappresentano un riferimento nella professione delle valutazioni d'azienda fra cui (con Luigi Guatri) "Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende" e "La valutazione degli intangibili";
- Membro del comitato di direzione delle riviste "La valutazione delle aziende" e "Le Società".

Lo scrivente svolge attività di valutazione di aziende, partecipazioni, rami di azienda, attività reali, beni intangibili per diverse finalità.

Lo scrivente dichiara ai sensi dei PIV- Principi Italiani di Valutazione di possedere le competenze e l'esperienza necessaria a svolgere l'incarico, considerato l'oggetto della valutazione e la finalità della stima.

### 1.3 Indipendenza, codice etico e principi di valutazione adottati

Lo scrivente sotto la propria responsabilità dichiara:

- a) di godere dei requisiti di indipendenza richiesta dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile nei confronti sia della possibile conferente sia della possibile conferitaria, sia delle Società e/o dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo delle due entità;
- b) di essere consapevole dello scopo e della finalità della valutazione;
- c) di aderire su base volontaria al "Codice dei principi etici del valutatore professionale"<sup>1</sup> emanato dall'IVSC. Il codice riporta al paragrafo 12 i "Principi fondamentali" che è opportuno qui richiamare:

*"E' fondamentale per l'integrità del processo di valutazione che ci ne usufruisce sia fiducioso che il risultato finale è l'espressione di un valutatore dotato dell'esperienza, delle competenze e delle capacità di giudizio necessarie al compito, che opera con professionalità e con mente scevra da indebite influenze o*

---

<sup>1</sup> Il codice è stato tradotto in italiano in allegato ai PIV\_Principi Italiani di Valutazione, edizione 2015 (pagg. 361 e ss). Il testo originale in inglese è scaricabile dal sito [www.ivsc.org](http://www.ivsc.org).

*da pregiudizi. Pertanto un valutatore professionale, dovrebbe aderire ai seguenti principi etici:*

- a) Integrità: essere diretto e onesto nei rapporti professionali;*
- b) Obiettività: non permettere che un conflitto di interessi, o indebite influenze o un pregiudizio prevalga su un giudizio professionale o tecnico;*
- c) Competenza: mantenere la conoscenza tecnica e le competenze necessarie a garantire che un cliente o un datore di lavoro riceva un servizio basato sugli sviluppi più recenti delle pratiche professionali, della legislazione e delle tecniche di valutazione;*
- d) Riservatezza: mantenere riservate le informazioni acquisite nell'ambito di un rapporto professionale o di lavoro e non rendere note le stesse a terzi senza la necessaria e specifica autorizzazione (salvo che non vi sia un diritto o un obbligo professionale o di legge a renderle note) e comunque a non usare le informazioni a beneficio personale del valutatore o di terzi;*
- e) Condotta professionale: agire con diligenza e produrre lavori in maniera tempestiva e conformemente ai requisiti legali, tecnici e professionali del caso. Operare sempre nell'interesse pubblico e evitare atti che gettino discredito sulla professione”.*

Con riguardo ai Principi di Valutazione seguiti si precisa che lo scrivente ha applicato i PIV- Principi Italiani di Valutazione edizione 2015 entrati in vigore il 1 gennaio 2016.

Le valutazioni a fini di conferimento rientrano fra le valutazioni disciplinate dal codice civile e definite dai PIV “valutazioni legali”. I PIV dedicano alle valutazioni legali undici principi, che si ritiene opportuno di seguito dettagliare:

*IV.2.1. E' sempre necessario ai fini di una valutazione legale identificare la sostanza economica dell'operazione, perché operazioni con diversa forma giuridica possono avere eguale sostanza economica. Ai fini della valutazione l'esperto deve sempre rappresentare e considerare – nel rispetto dei vincoli di legge legati alla forma giuridica – la sostanza economica dell'operazione;*

*IV 2.2. Le valutazioni legali presuppongono un'adeguata conoscenza da parte dell'esperto della disciplina legislativa di riferimento. L'esperto deve dichiarare nella relazione di valutazione di possedere le competenze e l'esperienza necessaria a svolgere l'incarico, considerato l'oggetto della valutazione e la finalità della stima;*

*IV 2.3. L'esperto deve comprendere le responsabilità ed il ruolo che riveste nelle valutazioni per scopi di garanzia societaria. Tali valutazioni hanno infatti una funzione pubblica di tutela degli interessi dei terzi oltre che delle parti coinvolte.*

*IV.2.4. Le valutazioni legali devono sempre essere valutazioni e non pareri valutativi.*

*IV.2.5. L'esperto deve essere consapevole che gli organi amministrativi della Società o soggetti terzi debbono essere in grado di seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime. La relazione di valutazione deve fornire tutti gli elementi che consentano di apprezzare la base informativa utilizzata, le scelte di metodi e criteri di valutazione, il peso attribuito ai risultati di ciascun metodo, il risultato finale*

*IV.2.6. Le valutazioni legali devono escludere ipotesi (assumptions) speciali (ipotesi che un partecipante al mercato non formulerebbe).*

*IV.2.7. L'esperto deve considerare tutta l'informazione rilevante ai fini dell'espletamento del proprio incarico, assegnando maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente. La base informativa e le ipotesi alla base della valutazione devono essere ragionevolmente obiettive.*

*IV.2.8. L'esperto deve sempre indicare le difficoltà incontrate nella valutazione*

*IV.2.9. Quando appropriato in relazione agli specifici fatti o circostanze e nel rispetto delle norme di legge, è opportuno che l'esperto adotti criteri che si rifanno ad una pluralità di metodiche di valutazione. L'esperto deve comprendere le cause delle differenze nei risultati dei diversi criteri e deve attribuire a ciascuno di essi un maggiore o minor peso in relazione alla affidabilità degli input o più semplicemente identificare quale risultato è più rappresentativo della peculiare configurazione di valore ricercata*

*IV.2.10. Quando l'esperto fa ricorso a più criteri di stima, deve motivare perché è giunto ad uno specifico risultato, pur avendo ottenuto valori diversi dall'applicazione di metodiche diverse. Normalmente la media aritmetica semplice dei risultati dei diversi criteri non costituisce di per sé una spiegazione del risultato più ragionevole, in quanto i diversi criteri fanno uso di input caratterizzati da affidabilità e rilevanza economica differenti.*

*IV.2.11. Particolare attenzione deve essere dedicata nelle valutazioni legali ai fattori di rischio.*

Con riguardo specificamente alle valutazioni a fini di conferimento i PIV chiariscono che: *“Sotto il profilo della sostanza economica, i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della Società beneficiaria:*

- 1) conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;*
- 2) conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.*

*In entrambi i casi, la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia, nel caso della*

*conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore del conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni.*

*La valutazione non può considerare comunque valori potenziali, ma solo valori in atto”.*

Nel nostro caso il conferimento avviene a favore di una Società già operativa ed è destinato a produrre gli stessi effetti che si avrebbero con una fusione.

Escludendo il principio che tratta dei conferimenti da parte di Società in difficoltà, i PIV dedicano tre principi alle valutazioni a fini di conferimento che recitano:

*“IV.5.1. L'unità di valutazione nel caso di valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dai beni oggetto di conferimento. L'esperto è chiamato a verificare preliminarmente se si tratta di un complesso di beni organizzato (azienda o ramo di azienda) oppure non organizzato. Nel caso di conferimenti di rami di azienda l'esperto deve verificare l'autonomia di reddito del ramo.*

*IV.5.2. La configurazione di valore nel caso delle valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimento di aziende o di rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco e il valore di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva.”*

A quest'ultimo riguardo nel commento al principio IV.5.2. è scritto *“Nel caso di conferimenti a beneficiarie già operative, la stessa configurazione di valore dovrebbe essere adottata per la stima del prezzo di offerta delle azioni, per garantire la necessaria congruità fra le valutazioni (di conferimento e di emissione di azioni con esclusione del diritto di opzione).*

*In casi particolari, per ragioni di sostanza economica che l'esperto deve chiarire, si può far riferimento ad una diversa configurazione di valore (rispetto al minore fra il valore intrinseco ed il valore normale di mercato), ma garantendo sempre la tutela dei creditori e dei terzi”.*

*IV.5.3. Il valore a fini di conferimento deve esprimere il valore dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti (al netto delle risorse eventualmente necessarie a renderli idonei a un'autonoma generazione di reddito) e normalmente non riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di*

*conferimento. In casi particolari in cui si abbiano conferimenti di beni o rami aziendali strettamente complementari fra loro il valore può riflettere i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento.”*

#### 1.4 I profili peculiari dell'operazione ed i loro riflessi sulla valutazione

La finalità dell'incarico è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della Società conferitaria (nel nostro caso BF Holding) risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza. Questa è la finalità primaria delle valutazioni a fini di conferimento, prevista dal codice civile. Tuttavia anche queste valutazioni, come tutte le altre valutazioni legali, non possono prescindere dalla verifica della sostanza economica dell'operazione stessa, ovvero dall'analisi delle finalità dell'operazione e degli effetti economici che essa genera in capo alle parti coinvolte. Con riguardo a quest'ultimo aspetto va rilevato che il conferimento nei confronti di Società già operative può generare effetti economici del tutto analoghi a quelli indotti da altre operazioni (fusioni, aumenti di capitale, ecc.), delle quali deve pertanto ricalcare la logica economica. È necessario in questi casi individuare tutti gli aspetti che qualificano la sostanza economica dell'operazione.

Il primo aspetto di rilievo riguarda la particolare tipologia di conferimento. Nel nostro caso il conferimento assume la forma di OPASc e quindi si caratterizza per il fatto che il prezzo al quale viene regolato lo scambio (ed il correlato conferimento) fra le azioni della controllante e della controllata deve offrire un'adeguata contropartita ai soggetti potenziali conferenti (nel nostro caso gli azionisti di BF diversi da BF Holding). Per incentivare la rinuncia allo *status* di azionisti di minoranza della entità già quotata ed aderire all'offerta di scambiare le proprie azioni con quelle di una Società quotanda (che sostanzialmente è un veicolo) è necessario che il prezzo di scambio offerto garantisca un premio rispetto alla quotazione corrente della Società le cui azioni sono oggetto di conferimento.

Il secondo aspetto di rilievo riguarda il fatto che l'OPASc è destinata a generare gli stessi effetti di una fusione infragruppo (fra soggetti non indipendenti) e quindi il rapporto di scambio non deve generare indebiti trasferimenti di ricchezza a favore degli azionisti di maggioranza (nel nostro caso gli azionisti di BF Holding che per il tramite del veicolo BF Holding detengono il controllo di BF) a danno degli azionisti di minoranza (nel nostro caso gli azionisti di BF diversi da BF Holding).

Il terzo aspetto di rilievo attiene alla circostanza che lo scambio di azioni riguarda una Società controllante “veicolo” (priva di debito) ed una Società controllata operativa. Ne discende che il rapporto di scambio non riguarda la relazione fra i valori di due business diversi, ma di uno stesso business. In questi casi il primo presupposto perché non vi sia indebito trasferimento di ricchezza fra azionisti è che il business della Società operativa sia stimato sulla base della medesima configurazione di valore tanto ai fini della stima del valore delle azioni della controllante (Società veicolo) quanto ai fini della stima del valore delle azioni della controllata (oggetto di scambio) e che, al contempo, il valore delle azioni della controllante sia ottenuto sulla base del valore pro-quota della controllata senza l'applicazione di alcun premio di maggioranza e che il valore delle azioni di minoranza della controllata (oggetto di scambio) sia stabilito senza l'applicazione di nessuno sconto di minoranza. Occorre cioè che il valore per azione della controllata sia il medesimo tanto nella prospettiva dell'azionista di maggioranza quanto nella prospettiva degli azionisti di minoranza.

Il quarto aspetto di rilievo risiede nel fatto che la controllante effettua un aumento di capitale a pagamento e l'emissione di un POC in tempi immediatamente precedenti all'OPASc. Dunque affinché non vi sia trasferimento di ricchezza fra azionisti a seguito del conferimento occorre che il rapporto di scambio dell'OPASc rifletta il prezzo di emissione/conversione delle azioni della controllante ed il corrispondente prezzo implicito delle azioni della controllata detenute dalla controllante.

Nel conferimento in oggetto, tutti questi aspetti assumono rilievo. L'offerta pubblica di acquisto e scambio è in ordine di tempo la terza delle operazioni finanziarie propedeutiche alla realizzazione del progetto industriale di sviluppo di BF (essendo le altre due operazioni, sempre in ordine temporale: l'aumento di capitale offerto in opzione ai soci di BF Holding e l'emissione del POC a favore di CDP *Equity*), pertanto il rapporto di scambio non è un semplice rapporto fra valori delle azioni delle due entità (madre e figlia), ma fra i prezzi riconosciuti dagli azionisti di BF Holding e dall'investitore CDP *Equity* per le azioni di BF Holding (società controllante) ed in trasparenza per le azioni di BF (società controllata) essendo la partecipazione in BF il principale *asset* di BF Holding. L'equità nei confronti degli azionisti di minoranza conferenti, è garantita dal fatto che il rapporto di scambio riflette lo stesso prezzo delle azioni di BF Holding al quale sono regolati l'aumento di capitale a pagamento offerto in opzione ai soci e la conversione del POC (2,40 euro). Tale prezzo pur riferito alle azioni di BF Holding esprime a tutti gli effetti anche il prezzo delle azioni di BF che un soggetto indipendente (nel nostro caso CDP *Equity*) ha riconosciuto in trasparenza (25,05 euro) ed al quale anche gli azionisti di BF Holding hanno regolato il prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale offerto loro in opzione. Va ricordato che BF Holding è una holding priva di debito la cui unica attività rilevante è costituita dalla partecipazione in BF; pertanto il prezzo delle azioni di BF

Holding sostanzialmente riflette il prezzo delle azioni di BF. La tabella che segue mostra il prezzo delle azioni BF detenute da BFH (25,05 euro) implicito nel prezzo di conversione del POC (2,40 euro).

**Tabella 1.4.1: Prezzo delle azioni BF detenute da BFH implicito nel prezzo di conversione del POC**

A) Ammontare POC sottoscritto	50.000.000
B) Numero azioni oggetto di conversione	20.833.333
<b>C) Prezzo per azione implicito = A x B</b>	<b>2,40</b>
D) NOSH BFH @ 31.12.2016	65.141.071
E) Equity Value BFH = D x C	156.338.570
F) Altre attività Nette BFH al 31.12.2016	1.791.737
G) Valore Partecipazione in BF = E - F	154.546.833
H) Numero di azioni detenute da BFH in BF	6.169.780
<b>I) Prezzo implicito di BF riconosciuto dall'investitore = G / H</b>	<b>25,05</b>

Dunque il prezzo delle azioni di BF Holding riconosciuto da un soggetto indipendente e professionale (CDP Equity) nella sottoscrizione del POC (2,40 euro per azione), esprime anche il “valore normale di mercato” delle azioni di BF (25,05 euro per azione), valore che prescinde da sconti di minoranza/premi di maggioranza.

Poiché i PIV richiedono che nelle valutazioni a fini di conferimento che abbiano ad oggetto aziende (o diritti su aziende) la configurazione di valore di riferimento sia il minore fra il valore intrinseco ed il valore normale di mercato dei beni oggetto di conferimento, la presente perizia – in presenza di una misura di valore normale di mercato delle azioni di BF come rappresentata dal prezzo riconosciuto da un investitore professionale indipendente (CDP Equity) sulla base di proprie autonome valutazioni (25,05) – è volta a verificare che il valore intrinseco delle azioni di BF non risulti inferiore a tale prezzo.

Poiché poi l'analisi sostanziale dell'operazione consente di assimilare l'operazione di conferimento ad una fusione (basti ricordare che in caso di mancato raggiungimento della soglia minima del 90% dell'OPASc, è previsto che BF Holding promuova una fusione inversa con BF) e poiché il rapporto di concambio in operazioni di fusione fra soggetti non indipendenti (madre-figlia) deve prescindere dall'applicazione di premi o sconti per evitare indebiti trasferimenti di ricchezza fra azionisti, è necessario che l'unità di valutazione da assumere non sia rappresentata dal singolo titolo azionario BF né dal

pacchetto di azioni di minoranza potenzialmente conferibili, ma dal 100% dell'*equity* di BF da ri-esprimere su base meramente proporzionale per singola azione ordinaria. La stima del valore intrinseco per azione dovrà poi essere confrontata con il valore normale di mercato ricavabile dal prezzo riconosciuto dal soggetto terzo indipendente (25,05 euro). Se il valore intrinseco per azione di BF risulta superiore al valore normale di mercato, il valore al quale sarebbe regolato il conferimento delle azioni di BF (25,05) corrisponde al minore fra il valore normale di mercato (pari appunto a 25,05 euro) ed il valore intrinseco, come richiesto dai PIV.

### 1.5 Oggetto dell'incarico

Di seguito si dettagliano i profili rilevanti della valutazione:

- Oggetto di stima

Oggetto di stima è il valore delle azioni conferibili da parte degli azionisti diversi da BF Holding nell'OPASc. Il numero di azioni può variare da un minimo pari all'11,7% delle azioni di BF (necessarie a raggiungere la soglia minima dell'OPASc) ad un massimo del 21,7% nel caso di adesione totalitaria. Per le ragioni che si sono illustrate in precedenza l'operazione di acquisto e scambio riproduce gli effetti economici di una fusione fra Società madre (veicolo finanziario controllante) e Società figlia (Società operativa). Pertanto, il valore delle azioni oggetto di conferimento deve essere valutato pro-quota rispetto al valore complessivo dell'*equity* di BF, senza applicazione di premi o sconti.

Ne discende che:

- a) l'unità di valutazione è rappresentata dal 100% dell'*equity* di BF e non dai singoli titoli che compongono il capitale. Ciò comporta che il valore delle azioni oggetto di conferimento non coincide con la quotazione del singolo titolo (P) moltiplicato per il numero dei titoli che compongono il "pacchetto" di azioni conferite, piuttosto il valore ricercato è pari al minore fra il valore di mercato ed il valore intrinseco del 100% dell'*equity* di BF espresso pro-quota (per singola azione) moltiplicato per il numero di titoli oggetto di conferimento. Questa distinzione è anche alla base della differenza di prezzo riconosciuta dall'investitore finanziario (CDP Equity) rispetto alla quotazione di borsa delle azioni BF;
- b) la prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che, grazie all'operazione, può acquisire anche il 100% delle azioni di BF. Questa prospettiva assume rilievo perché come è noto la somma del valore della partecipazione di maggioranza e delle partecipazioni di minoranza (qualora si assumano come unità di valutazione le partecipazioni e non il 100%



della Società pro-quota) non coincide necessariamente con il valore del 100% dell'*equity* della Società<sup>2</sup>.

- Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31.12.2016.

- Configurazione di valore (*basis of value*)

L'articolo 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile recita:

*“[2] Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:*

*(....)*

*b)al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre i sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla Società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla Società medesima, dotata di adeguata e comprovata professionalità”.*

L'articolo rimanda ai principi generalmente riconosciuti che in Italia dal 2016 sono rappresentati dai PIV- Principi Italiani di valutazione. I PIV, come già menzionato in precedenza, chiariscono con riguardo alla configurazione di valore a fini di conferimento che:

*“IV.5.2. La configurazione di valore nel caso delle valutazioni a fini di conferimento è rappresentata dal valore normale di mercato dei beni. Nel caso di conferimento di aziende o di rami di azienda il valore di conferimento è normalmente rappresentato dal minore fra il valore intrinseco ed il valore normale di mercato dei beni conferiti. In casi particolari, l'esperto potrà adottare anche più di una configurazione di valor, che tenga conto della logica dell'operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva”.*

Emerge con chiarezza che nella stima del valore dei beni conferiti è necessario risalire alla sostanza economica dell'operazione (e ciò, come si argomentato in precedenza porta a rilevare che l'OPASc equivale nella sostanza ad una fusione tra Società madre - veicolo finanziario – e Società figlia – Società operativa- e come tale impone che non vengano applicati premi o sconti nel calcolo del valore delle azioni, assumendo rilievo come unità di valutazione il 100% della azioni della

---

<sup>2</sup> Ciò in quanto lo sconto di minoranza non coincide necessariamente con il premio di maggioranza.

Società operativa pur essendo oggetto di conferimento i singoli titoli (in quanto il loro valore deve essere ricavato su base meramente proporzionale).

I PIV chiariscono che le configurazioni di valore da considerare nel caso di conferimenti di aziende (e le azioni sono *claims* a valere sulle attività aziendali) sono due:

- a) il valore normale di mercato;
- b) il valore intrinseco;

e per le naturali ragioni di prudenza che devono ispirare una valutazione di conferimento il valore da assumere a riferimento è il minore fra i due.

Poiché nel nostro specifico caso l'OPASc (da cui scaturisce il conferimento delle azioni) è un'operazione successiva alla sottoscrizione del POC da parte dell'investitore finanziario indipendente (CDP Equity), la quale è regolata ad un prezzo di conversione delle azioni di BF Holding che in trasparenza attribuisce alle azioni di BF un valore pari a 25,05 euro per azione, tale prezzo (essendo BF Holding una Società veicolo) esprime anche il valore normale di mercato delle azioni di BF. Disponendo già del valore normale di mercato, la presente perizia è finalizzata a stimare il valore intrinseco delle azioni di BF, per poi verificare se tale valore sia superiore, eguale o inferiore al valore normale di mercato come in precedenza definito.

Il valore intrinseco deve riflettere la realtà operativa dell'azienda nelle sue condizioni correnti, ovvero con l'attuale destinazione d'uso delle attività, l'efficienza manageriale ed operativa corrente. Ciò in quanto il valore intrinseco esprime un valore "*as is*" che esclude ogni tipo di potenzialità latente.

Nel nostro caso ciò significa che la valutazione di BF si deve fondare sulle prospettive di reddito che la Società è in grado di generare sulla base delle iniziative nelle quali si è già impegnata e che riguardano i progetti di investimento programmati in sede di aumento di capitale realizzato nel 2015, quando la Società stessa diede avvio al progetto di modernizzazione dell'attività agricola già ampiamente realizzato al 31.12.2016 per la parte relativa agli investimenti.

Il valore intrinseco come è noto non include né premi né sconti. Un valore intrinseco più elevato del valore normale di mercato indica che il valore recuperabile per l'ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici è superiore al valore d'investimento. Quando l'unità di valutazione è il 100% dell'*equity* la distanza fra i due valori (valore intrinseco e valore normale di mercato) dovrebbe risultare ragionevolmente contenuta, in quanto: PIV 1.6.8. *"(...) Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli ed in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"*.

- Scopo della stima

Lo scopo della stima è evitare una sopravvalutazione del patrimonio della conferitaria, nel rispetto della sostanza economica dell'operazione da cui discendono i seguenti profili caratteristici:

- a) è necessario riconoscere un premio rispetto alla quotazione delle azioni di BF agli azionisti diversi da BF Holding perché aderiscano all'OPASc;
- b) la valutazione delle azioni deve essere ricavata sulla base del valore del 100% dell'*equity* di BF su base proporzionale (senza applicazioni di premi o sconti);
- c) il rapporto di scambio fra le azioni della Società madre veicolo finanziario (BF Holding) e della Società figlia operativa (BF) non può essere inferiore a quello implicito nel valore riconosciuto dall'investitore professionale indipendente alle azioni della Società figlia in sede di determinazione del prezzo delle azioni della Società madre, ciò in quanto nella sostanza l'operazione ricalca una fusione infragruppo.

- Prospettiva di valutazione

La prospettiva di valutazione è quella della Società operativa (BF) in funzionamento e *stand alone* ed esclude pertanto gli investimenti relativi ad iniziative di sviluppo di nuove attività complementari a quelle agricole e di estensione della proprietà fondiaria che sono alla base del progetto industriale di valorizzazione di BF ed i relativi benefici.

Tutto ciò premesso è opportuno altresì chiarire che:

- 1) la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
  - alcun giudizio sul valore delle azioni di Bonifiche Ferraresi;
  - alcun giudizio sulla congruità del corrispettivo;
  - alcun giudizio sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di BF Holding;
  - alcuna raccomandazione ad aderire o meno all'OPASc;
- 2) la presente relazione di stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato allo scrivente;
- 3) i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui unico scopo è quello di fornire, a sensi dell'art. 2343-ter del codice civile, la stima del valore delle azioni di BF oggetto dell'OPASc.

## 1.6 La base informativa

Ai fini dello svolgimento del presente incarico lo scrivente ha fatto uso della seguente informativa privata:

1. Documento di “Aggiornamento del piano strategico di Bonifiche Ferraresi”, Bain & Company per B.F. Holding S.p.A., 9 Febbraio 2017;
2. Documento Excel a supporto dell’ “Aggiornamento del piano strategico di Bonifiche Ferraresi”, che riporta lo sviluppo analitico de:
  - a. il conto economico nel periodo 2015-2019;
  - b. gli investimenti nel periodo 2015-2019;
  - c. le poste di circolante nel periodo 2015-2019;
  - d. i risultati divisionali attesi nel periodo 2015-2019;
3. Documento “Evoluzione Piano Industriale 2015-2025. Filiere adiacenti e nuove opportunità” Bain & Company del 24 maggio 2015
4. Documento di “Bonifiche Ferraresi: Descrizione dell’Operazione”, Nomura;
5. Budget 2016 di Bonifiche Ferraresi, 21.12.2016;
6. Documento di analisi degli scostamenti tra Budget 2016 e Actual 2016, predisposto dalla funzione Amministrativa di Bonifiche Ferraresi;
7. Documenti di aggiornamento dello stato di avanzamento degli investimenti (capex), predisposti dalla funzione Amministrativa di Bonifiche Ferraresi;
8. Documento di approfondimento dei piani di incentivazione per il management (Piano MBO e ILT);
9. Bilancio Pre-consuntivo e rendiconto finanziario al 31.12.2016 di Bonifiche Ferraresi S.p.A. (cui si farà riferimento, in seguito, anche in termini di valori contabili al 31.12.2016);
10. Bilancio di verifica al 31.12.2016 di Bonifiche Ferraresi S.p.A.;
11. “Stima del valore di mercato del patrimonio immobiliare della Società”, 31.12.2016 (documento firmato dall’Esperto Indipendente IPI);
12. Prospetto di raccordo tra le stime dei singoli terreni e immobili effettuate in sede di IAS Transition (31.12.2004) ed al 31.12.2016 (IPI), predisposto dalla funzione Amministrativa di Bonifiche Ferraresi;
13. Elenco di transazioni relative a terreni oggetto di trasferimento tra terzi indipendenti nella provincia di Ferrara, utilizzato da BF Holding ai fini della stima del prezzo di concambio;
14. Documento di analisi del contesto competitivo, predisposto dalla Società;
15. Stima del Valore di Mercato al Maggio 2016 della proprietà fondiaria di Società Bonifiche Sarde, elaborato dall’esperto indipendente Praxi;

16. Stima del Valore di Mercato (VM) e del Canone di Mercato (MR) – terreni in comodato d'uso da LAORE di Società Bonifiche Sarde, Maggio 2016, elaborato dall'esperto indipendente Praxi;

Ai fini dello svolgimento del presente incarico lo scrivente ha fatto uso della seguente informativa pubblica:

1. Bilanci di Bonifiche Ferraresi dal 1995 al 2015;
2. Estratti dalla nota integrativa dei bilanci di Bonifiche Ferraresi dal 1985 al 1994;
3. “Annuario dell’Agricoltura Italiana 2014”, Febbraio 2016, CREA;
4. “Il mercato Fondiario in Italia”, Dicembre 1997, Osservatorio sul Mercato Fondiario, INEA;
5. Banca dati dei valori fondiari, CREA (<http://antares.crea.gov.it:8080/mercato-fondiario/banca-dati>);
6. “Agriculture, forestry and fishery statistics – 2013 Edition”, Eurostat;
7. Arvy das Jaevicious, Simon Hugh Huston, Andrew Baum, “Two centuries of Farmland Prices in England”, August 2015, Said Business School – University of Oxford;
8. “EU farm economics overview FADN 2011”, European Commission – Directorate General for Agriculture and Rural Development, September 2014;

Lo scrivente ha svolto un’analisi della coerenza complessiva del piano ai fini e nei limiti dell’esercizio valutativo. In nessun modo le analisi svolte possono essere assimilate ad una asseverazione del piano (ad esempio come nel caso di attestazioni ai sensi dell’ISAE 3400). I contenuti, l’ampiezza ed il grado di approfondimento delle informazioni utilizzate nel processo valutativo sono risultate condizionate dalle informazioni disponibili presso BF Holding e la sua controllata (BF). Lo scrivente non ha compiuto alcuna verifica autonoma dei dati e delle informazioni ottenute ed ha dunque assunto come affidabili, accurate e complete le informazioni ed indicazioni fornite dalla Società.

## **II. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO**

### 2.1 Le azioni di Bonifiche Ferraresi oggetto di potenziale conferimento

L'oggetto del potenziale conferimento è rappresentato da 1.705.220 azioni di Bonifiche Ferraresi, ammontare che corrisponde alla totalità delle azioni non detenute da BF Holding. Il capitale di BF è infatti detenuto per il 78,346% da BF Holding e per il 21,7% da azionisti terzi. L'OPASc è rivolta al 21,7% del capitale detenuto da questi ultimi.

### 2.2 L'attività svolta da Bonifiche Ferraresi

#### Breve storia di Bonifiche Ferraresi ed il percorso di sviluppo avviato nel 2014

Bonifiche Ferraresi è stata fondata in Inghilterra nel 1871 col nome di *Ferrarese Land Reclamation Company Limited*, il cui oggetto sociale consisteva ne "la bonifica di laghi, nell'acquisto di paludi e terreni nelle vicinanze di Ferrara". La Società venne abilitata ad operare nel Regno d'Italia tramite regio decreto nel 1872 con il nome di Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi.

Nel 1929, la Grande Depressione creò una situazione di forte squilibrio tra domanda di materie prime (progressivamente decrescente) e relativa offerta (costante) con effetti negativi sulla solvibilità di Bonifiche Ferraresi, che nel 1930 avanzò la richiesta di concordato preventivo, successivamente omologato nel 1931.

A seguito del completamento del procedimento concordatario, IRI acquistò gran parte dei crediti degli istituti bancari verso Bonifiche Ferraresi (insieme a Banca d'Italia), divenendone primo creditore. Secondo lo schema di altri salvataggi condotti da IRI, l'Istituto trasformò i propri crediti concordatari in azioni, divenendo il primo azionista di Bonifiche Ferraresi.

Nel 1942, Banca d'Italia rilevò la partecipazione di controllo detenuta da IRI, divenendo maggiore azionista di Bonifiche Ferraresi.

Nel 1947 le azioni di Bonifiche Ferraresi furono ammesse alla quotazione sul mercato borsistico italiano. A quella data la Società vantava un patrimonio fondiario di 5.500 ettari, rimasto sostanzialmente stabile nel tempo.

Nel giugno 2014, BF Holding SpA, *newco* costituita da una cordata di investitori privati, ha rilevato la quota di maggioranza del capitale di Bonifiche Ferraresi da Banca d'Italia, con l'obiettivo dichiarato di trasformare la Società in un "*polo agricolo europeo di eccellenza, per dimensione, capacità produttiva e qualità dell'offerta*", mantenendo la Società quotata in borsa.

Nel corso del 2015 BF ha realizzato un aumento di capitale di 31.995 mila euro finalizzato a dotare la Società del capitale necessario a realizzare gli ingenti investimenti previsti nel piano strategico pluriennale di modernizzazione e di sviluppo dell'attività agricola e zootecnica (pari a 32 milioni di euro nel quinquennio 2015-2019 escludendo gli investimenti di valorizzazione del patrimonio immobiliare relativi alle c.d. Leopoldine), sull'estensione fondiaria attuale. Al 31.12.2016 la Società ha realizzato l'80% circa degli investimenti di sviluppo previsti entro il 2019<sup>3</sup> e dunque le opportunità di crescita previste nel piano sono concretamente realizzabili sulla base tanto delle azioni già realizzate quanto delle azioni in cui l'impresa è già impegnata. In tal senso, ai fini della stima del valore intrinseco, si è tenuto conto delle opportunità di crescita implicite nel piano di sviluppo agricolo fondate sull'estensione fondiaria attuale.

Con le risorse raccolte con il POC e con l'aumento di capitale riservato ai soci di BFH il Gruppo disporrà delle risorse per avviare una nuova ed ulteriore fase di sviluppo focalizzata su attività complementari a quella agricola e sull'aumento dell'estensione fondiaria. La nuova fase di sviluppo è la ragion d'essere della complessa operazione finanziaria di cui l'OPASc fa parte, ma sotto il profilo che qui interessa è opportuno segnalare che i risultati attesi da questa nuova fase non sono stati considerati ai fini della stima del valore intrinseco di BF, in quanto riferiti a potenzialità future rispetto alle quali la Società non si è ancora impegnata alla data della valutazione (31.12.2016). Il valore intrinseco deve riflettere infatti le opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base della realtà operativa dell'azienda alla data della valutazione.

### Il contesto competitivo

Il contesto agricolo italiano rappresenta il terzo polo agricolo europeo dopo Francia e Germania in termini di Fatturato con circa 43 miliardi aggregati nel 2013<sup>4</sup>. Il mercato italiano si caratterizza per un grado elevato di frammentazione, dovuto alla presenza di un numero significativo di micro-imprese in rapporto agli ettari coltivati. La dimensione media delle aziende è di circa 7 ettari mentre le imprese di dimensione superiore a 100 ettari costituiscono solo lo 0,9% del numero complessivo di aziende agricole (circa 1,8

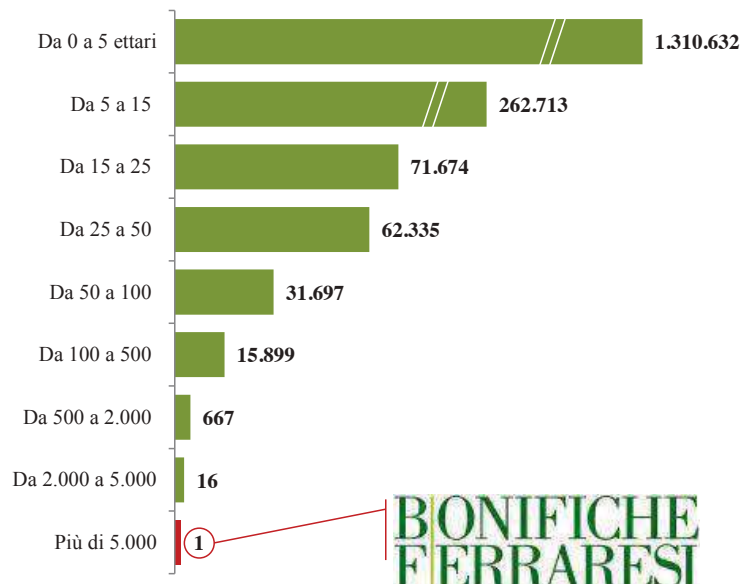
---

<sup>3</sup> Nel biennio 2015-2016, su base *like for like*, Bonifiche Ferraresi ha realizzato 25.471 mila euro di investimenti su complessivi 32.000 mila euro complessivi per il quinquennio 2015-2019. Si veda capitolo 4.1 per un maggiore livello di dettaglio.

<sup>4</sup> <http://www.infodata.ilsole24ore.com/2016/03/09/litalia-e-la-terza-potenza-agricola-dellue-ma-il-nodo-e-la-frammentazione-piu-di-un-milione-di-proprietari/>

milioni). Come indicato in figura 2.2.1, Bonifiche Ferraresi rappresenta l'unica realtà agricola italiana proprietaria di più di 5.000 ettari di terreni agricoli<sup>5</sup>.

**Figura 2.2.1: Frammentazione delle Società agricole italiane**



In questo contesto, la produzione agricola e zootecnica italiana sta subendo una progressiva perdita di competitività a causa delle diseconomie di scala legate al sottodimensionamento delle realtà agricole.

Infatti, la mancanza di massa critica delle Società agricole italiane comporta:

- una ridotta capacità d'innovazione e di investimento;
- la mancanza di efficacia e di potere contrattuale nei confronti della grande distribuzione.

Al contrario, le aziende estere dispongono di una scala molto maggiore. Come descritto da EUROSTAT nella pubblicazione “*Agriculture, forestry and fishery statistics*” la dimensione media delle aziende agricole francesi e tedesche è di circa 58 ettari (rispetto ai 7 ettari in Italia).

Il maggior dimensionamento delle aziende agricole europee comporta una maggiore competitività di queste ultime in termini sia di economie di costo che di ricavo:

<sup>5</sup> [http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/11/28/news/abbiamo\\_georeferenziato\\_le\\_nostre\\_colture-153059265/](http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/11/28/news/abbiamo_georeferenziato_le_nostre_colture-153059265/)



- dal punto di vista dei costi, grazie alla maggiore scala, le aziende agricole estere riescono a ridurre significativamente l'incidenza dei costi fissi, attraverso l'introduzione di tecniche di coltivazione moderna che consentono di ridurre il lavoro manuale<sup>6</sup>;
- dal punto di vista dei ricavi, le aziende agricole estere dispongono di massa critica per sviluppare innovazione in grado di incrementare la resa dei terreni e ottimizzare il mix di colture. Inoltre, la maggiore dimensione media permette alle imprese straniere di gestire in modo più efficace il rapporto con la GDO, la quale richiede interfacce strutturate e costanza nelle forniture, che le imprese di minori dimensioni non sono in grado di garantire.

Il piano di sviluppo agricolo avviato da BF nel 2014 si fonda sulla introduzione di nuove tecniche di produzione agricola sull'estensione fondiaria attuale e sullo sviluppo di un progetto di filiera integrata (a monte e a valle) attraverso la fornitura di servizi specializzati.

#### L'estensione fondiaria e le attività nella filiera agricola/zootecnica.

I terreni di proprietà Bonifiche Ferraresi – destinati a coltivazioni di riso, mais, grano duro e tenero, orzo, barbabietole da zucchero, erba medica, girasole, soia, orticole piante officinali e frutta – si estendono tra Emilia Romagna e Toscana nelle seguenti tre località:

- Jolanda di Savoia (Fe) – 3.850 ettari;
- Mirabello (Fe) – 280 ettari;
- Santa Caterina (Ar) – 1.350 ettari.

Oltre al *core business* agricolo, la Società è attiva nella gestione del patrimonio immobiliare di proprietà.

L'attività agricola riguarda:

1. Produzioni agricole tradizionali in cui la Società è storicamente leader di mercato nel contesto nazionale: questo ambito di attività include la coltivazione di cereali (principalmente Riso e grano duro) e Frutta;
2. Produzioni agricole di recente introduzione, quali i) le piante officinali, coltivate principalmente a scopi medicinali, erboristici e cosmetici, ii) nuove categorie di cereali (su tutte, l'orzo), iii) i legumi e iv) le orticole.

---

<sup>6</sup> In Italia gli occupati dell'agroalimentare sono circa 820 mila. In Francia e Germania gli occupati sono rispettivamente 720 mila e 520 mila.

BF presidia tutte e tre le principali componenti della filiera agricola/zootecnica:

1. Coltivazione: la proprietà dei terreni e la coltivazione diretta degli stessi hanno permesso alla Società di creare una filiera produttiva integrata a monte in cui Bonifiche Ferraresi svolge internamente tutte le fasi legate alla coltivazione di terreni. L'unica area in cui la Società si rifornisce da terzi soggetti è rappresentata dalla fornitura delle sementi. Con il piano avviato nel 2014 BF, ha adottato le tecniche del c.d. *precision farming*, consistente ne:
  - a. il cambiamento del mix di colture verso quelle a maggior valore aggiunto;
  - b. l'ottimizzazione della resa dei terreni attraverso un articolato sistema di "georeferenziazione" degli stessi. L'attività ha consentito di realizzare nel 2016 un incremento medio della resa di circa il 20% e una riduzione dell'uso di concimi del 15%;
  - c. la tracciabilità delle caratteristiche organolettiche dei prodotti.
  
2. Produzione: il modello produttivo tradizionale di Bonifiche Ferraresi prevedeva la produzione di prodotti semilavorati (e.g. risone, grano duro, barbabietola da zucchero) sulla base di tecniche tradizionali, successivamente trasformati in prodotti finiti da soggetti intermediari detentori di impianti di lavorazione del semilavorato e trasformazione dello stesso in prodotto finito. Con il piano avviato nel 2014, BF ha completato un importante sviluppo di attività di integrazione a valle rispetto al modello tradizionale verso le fasi del processo produttivo che si caratterizzano per un maggior valore aggiunto. In tal senso l'azienda ha implementato un piano di investimenti in macchinari e attrezzature in grado di trasformare il semilavorato in prodotto finito (nel gennaio 2017 la Società ha completato la realizzazione di un impianto di trasformazione del risone con una capacità produttiva tale da garantire lo sviluppo dell'attività di trasformazione del prodotto grezzo anche per conto terzi). Inoltre, Bonifiche Ferraresi mira alla creazione di un polo di ricerca, divulgazione e formazione in ambito agro-industriale, biotecnologico e bio-energetico. Il polo di ricerca fa perno sul *campus* universitario realizzato presso Jolanda di Savoia e fungerà da rapporto continuativo con la "community" scientifica e sociale, consentendo la implementazione di *best practices*.  
Parallelamente alla filiera agricola, BF ha realizzato gli investimenti necessari allo sviluppo dell'attività zootecnica, che costituiscono un *driver* importante di sviluppo nel piano aziendale. In dettaglio, si segnala che nel 2014 l'azienda ha avviato un percorso di creazione di un importante distretto zootecnico di 1.650 ettari con 5.000 posti stalla e una rotazione media annua di 8.000 capi. Tale attività si caratterizza per rilevanti sinergie con il *business* agricolo tradizione grazie a:

- i. la produzione interna di mangimi e,
- ii. la riduzione delle concimazioni chimiche per il tramite del reintegro di sostanze organiche nei terreni.

Alla data della presente relazione, Bonifiche Ferraresi ha completato gli investimenti in zootecnia e, a partire dal marzo 2017, l'attività zootecnica sarà pienamente operativa.

3. Distribuzione: il riferimento per l'intera filiera agricola italiana è costituito dalla distribuzione organizzata (DO) e dalla Grande Distribuzione Organizzata (GDO). Il nuovo modello di business di Bonifiche Ferraresi consente di realizzare accordi e *partnership* con le principali realtà della grande distribuzione secondo un modello “dal campo allo scaffale”, precluso ad altri competitori nazionali di minore dimensione e privi di tecniche produttive moderne.

Come evidenziato nei precedenti punti su 1), sub 2), sub 3), il piano 2015-2019 avviato a fine 2014 ha rinnovato in modo significativo la strategia aziendale, prevedendo le seguenti cinque principali aree di sviluppo (sintetizzate in figura 2.2.2):

1. Ottimizzazione del “core”, tramite il ricorso alle tecniche del *Precision farming*;
2. Attivazione della filiera Zootecnica attraverso la riconversione di 1.650 ettari di proprietà fondiaria;
3. Integrazione a valle della filiera agricola mediante l'internalizzazione di fasi produttive a maggior valore aggiunto;
4. Integrazione a monte della filiera agricola mediante l'acquisizione di soggetti fornitori di materie prime (e.g. sementifici);
5. Sviluppo di un polo di ricerca di riferimento nel contesto nazionale in ambito agro-industriale, biotecnologico e bio-energetico.

Al dicembre 2016 la Società ha completato gran parte degli interventi richiesti dalle cinque aree di sviluppo.

**Figura 2.2.2: Aree di sviluppo del Piano 2015-2019 avviato nel 2014 e stato di realizzazione al Dicembre 2016**

Aree di sviluppo del Piano 2015-2019 avviato nel 2014				
Ottimizzazione del "core" tramite "Precision Farming"	Attivazione Filiera Zootecnica	Integrazione a valle	Integrazione a monte	Sviluppo di un polo di ricerca di riferimento
<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cambiamento <b>mix di colture</b></li> <li>▪ Ottimizzazione <b>resa dei terreni</b> tramite <b>georeferenziazione</b></li> <li>▪ Valorizzazione "<b>misurabilità</b>" e <b>tracciabilità</b> caratteristiche organolettiche prodotti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Creazione <b>filiera Zootecnica integrata</b></li> <li>▪ 1.650 ettari dedicati</li> <li>▪ 5.000 posti stalla</li> <li>▪ Rotazione media di 8.000 capi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Internalizzazione <b>fasce produttive</b> a maggior valore aggiunto e <b>minor volatilità</b> (impianto di trasformazione del risone)</li> <li>▪ <b>Disintermediazione</b> commerciale</li> <li>▪ Rapporto <b>diretto con GDO</b></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Sviluppo di una <b>filiera integrata "italiana"</b> di qualità e con volumi importanti attraverso un'<b>integrazione a monte</b> con soggetti fornitori di materie prime (e.g. sementifici)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Ricerca e Sviluppo</b> in ambito agro-industriale, biotecnologico e bio-energetico</li> <li>▪ <b>Diffusione di best practice</b></li> <li>▪ Rapporto continuativo con la "<b>community</b>" scientifica e sociale</li> </ul>
Stato di realizzazione della strategia al Dicembre 2016				
Realizzato	Avanzato	Avanzato	Selezione possibili Target	Avanzato

### 2.3 La situazione economica e patrimoniale di Bonifiche Ferraresi

La tabella 2.3.1 riporta i principali dati di conto economico riclassificati di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016. Nel 2016 Bonifiche Ferraresi ha registrato ricavi da vendita di prodotti agricoli pari a 9.285 mila euro, pari al 51% del valore della produzione. Un'altra componente rilevante dei ricavi complessivi è rappresentata dai Contributi ricevuti da AGREA, nel 2016 pari a 3.021 mila euro (circa il 17% del valore della produzione). AGREA è l'Agenzia per le Erogazioni in Agricoltura della Regione Emilia Romagna e ha competenza relativamente all'erogazione di contributi sovra-nazionali, nazionali e locali a favore degli operatori del settore agricolo.

In termini di marginalità operativa lorda, nel 2016 Bonifiche Ferraresi ha registrato un EBITDA pari a 4.412 mila euro, con un EBITDA *Margin* del 24,1%.

Gli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ammontano al 9% del valore della produzione. L'incidenza degli ammortamenti sul fatturato risulta significativamente superiore rispetto sia alla storia di Bonifiche Ferraresi, sia alle Società comparabili. Ciò è legato al "picco" di investimenti realizzati nel biennio 2015-2016 in esecuzione del piano pluriennale descritto in precedenza.

Nel 2016, la Società ha generato un Utile Netto pari a 2.049 mila euro con un *Income Margin* dell'11,2%.

**Tabella 2.3.1: Conto Economico riclassificato di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016**

(ammontari in Euro)

Ricavi delle vendite	9.284.546
Contributi AGREA	3.020.916
Altri Ricavi	2.928.408
Variazione Rimanenze SL e PF	2.684.943
Incrementi per lavori interni	379.257
<b>Totale Valore della Produzione</b>	<b>18.298.070</b>
Variazione Rimanenze MP	-362.076
Costi per materie prime, sussidiarie, consumo e merci	3.982.059
Costi per servizi e godimento beni di terzi	4.811.800
Costi per il personale	3.945.847
Altri costi operativi monetari	1.508.008
<b>Totale Costi operativi monetari</b>	<b>13.885.638</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.412.432</b>
<b>Margine %</b>	<b>24,1%</b>
Ammortamenti beni immateriali	6.458
Ammortamenti beni materiali	1.663.051
Svalutazione	124.713
<b>Totale Ammortamenti e Svalutazioni</b>	<b>1.794.222</b>
<b>EBIT</b>	<b>2.618.210</b>
<b>Margine %</b>	<b>14,3%</b>
Proventi Finanziari	69.748
Oneri Finanziari	-343.406
<b>Totale Proventi e Oneri Finanziari</b>	<b>-273.659</b>
<b>Reddito ante imposte</b>	<b>2.344.551</b>
Imposte sul reddito	-295.281
<b>Risultato del periodo</b>	<b>2.049.270</b>
<b>Margine %</b>	<b>11,2%</b>

La tabella 2.3.2 mostra la situazione patrimoniale di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016, riclassificata secondo un criterio gestionale che mette in evidenza:

- il Capitale Investito Netto di Bonifiche Ferraresi, come somma tra le “Attività non Correnti”, il “Capitale Circolante Netto *Core*” e le “Altre Attività / Passività Operative”;
- le fonti attraverso cui il Capitale Investito Netto è finanziato (debiti finanziari, TFR e Mezzi propri).

Al 31.12.2016, il Capitale Investito Netto “*Core*” della Società ammonta a 142.494 mila euro, costituito in larga parte dalle Immobilizzazioni Materiali, pari a 161.394 mila euro. I terreni rappresentano l’84% del Capitale Investito Netto *Core*.

La Società ha in portafoglio Investimenti Immobiliari “non strumentali” che vengono contabilizzati a *fair value* in applicazione del principio contabile IAS 40. Tali attività non rientrano nell’ambito dell’attività caratteristica della Società (costituita dall’attività agricola). Di conseguenza, gli Investimenti Immobiliari sono considerabili attività in eccesso (“*Surplus Assets*”) rispetto al capitale investito necessario allo svolgimento dell’attività caratteristica di Bonifiche Ferraresi.

Il Capitale Investito Netto complessivo (inclusivo di *Surplus Assets*) ammonta a 160.934 mila euro. La Società è sostanzialmente non indebitata, il patrimonio netto di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016 ammonta a 156.325 mila euro e rappresenta il 97% delle fonti di finanziamento del capitale investito netto.

**Tabella 2.3.2: Stato Patrimoniale riclassificato di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016**

(ammontari in Euro)

<b>Attivo non corrente</b>		<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	
Immobilizzazioni Materiali	163.394.140	Finanziamenti a lungo termine	11.769.059
Proprietà Fondiaria - Terreni	119.883.265	Finanziamenti a breve termine	8.641.930
Proprietà Fondiaria - Fabbricati	8.265.314	Disponibilità liquide	-16.124.875
Impianti Macchinari e altri beni	12.161.548	<b>Totale Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>4.286.114</b>
Immobilizzazioni in corso e acconti	23.084.012		
Attività biologiche	1.167.844	<b>Fondo TFR</b>	<b>322.152</b>
Immobilizzazioni immateriali	25.696		
Attività Finanziarie	115.130	Patrimonio Netto	
Altri Crediti	111.677	Capitale Sociale	8.111.250
<b>Totale Attivo non Corrente</b>	<b>164.814.488</b>	Riserva di Fair value	1.196.902
		Altre riserve	107.585.831
<b>Capitale Circolante Netto "Core"</b>		Utili indivisi	37.381.998
Crediti Commerciali	4.368.275	Utile (perdita) dell'esercizio	2.049.270
Rimanenze	7.777.487	<b>Totale Patrimonio Netto</b>	<b>156.325.251</b>
Debiti Commerciali	-9.335.632		
<b>Totale Capitale Circolante Netto "Core"</b>	<b>2.810.129</b>		
<b>Altre Attività / Passività operative</b>			
Attività Biologiche	1.375.650		
Crediti per imposte anticipate	270.959		
Altre attività correnti	5.858.235		
Altri fondi	-39.887		
Altri debiti non correnti	-1.625.438		
Altri debiti correnti	-2.612.937		
<b>Totale Altre Attività / Passività operative</b>	<b>3.226.583</b>		
<b>Fondo Imposte e Imposte differite</b>	<b>-28.357.520</b>		
<b>Capitale Investito Netto "Core"</b>	<b>142.493.680</b>		
<b>Surplus Assets (Investimenti immobiliari)</b>	<b>18.439.838</b>		
<b>Capitale Investito Netto complessivo</b>	<b>160.933.518</b>	<b>Totale Passività Finanziarie e Patrimonio Netto</b>	<b>160.933.518</b>

### III. APPROCCI VALUTATIVI E DESCRIZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE

#### 3.1 Premessa metodologica con riferimento ai driver di valore della Società

Si è rilevato come l'attivo operativo di BF sia costituito principalmente da terreni. Questi rappresentano l'84% del Capitale Investito Netto *Core* al 31.12.2016 ed è quindi naturale che, sotto il profilo valutativo, la proprietà fondiaria costituisca un elemento caratteristico imprescindibile tanto nella scelta dei criteri di valutazione quanto nella scelta dei parametri che alimentano tali criteri. Ciò in quanto il valore complessivo d'azienda è in larga parte funzione del valore dei terreni e solo in parte legato alle *performance* del *business* agricolo.

I terreni non soffrono di obsolescenza tecnica ed i terreni agricoli in particolare non soffrono neppure di obsolescenza economica in quanto si caratterizzano per la capacità di mantenere il proprio valore "reale" nel tempo. Un recente studio dell'università di Oxford<sup>7</sup> ha definito i terreni agricoli, proprio per la loro capacità di mantenere inalterato il loro valore reale su lunghi archi temporali, *safe heaven to hedge against inflation*.

Anche i terreni di Bonifiche Ferraresi mostrano queste caratteristiche. Di seguito si riportano due analisi volte a mostrare:

1. la dinamica di lungo termine del valore di terreni comparabili ai terreni di Bonifiche Ferraresi, sulla base delle serie storiche di fonte CREA e Factset;
2. la dinamica del valore dei terreni posseduti da Bonifiche Ferraresi fra 31.12.2004 ed al 31.12.2016 sulla base dei valori delle perizie rese disponibili dalla Società.

#### La dinamica di lungo termine del valore di terreni comparabili

Il Grafico 3.1.1 evidenzia come nel lungo termine il valore nominale dei terreni in Emilia Romagna sia risultato sempre crescente (linea rossa). Una volta tenuto conto dell'inflazione – rivalutando il valore storico dei terreni (linea blu) sulla base dell'indice dei prezzi di fonte Factset<sup>8</sup> – è possibile osservare che:

- il valore dei terreni espresso in potere d'acquisto corrente sia risultato mediamente stabile nel lungo termine, per quanto in alcune fasi storiche (1960-1990) le oscillazioni intorno al valore medio (riga blu tratteggiata) siano risultate più marcate. Tali oscillazioni si sono progressivamente ridotte negli anni 90 sino ad azzerarsi in concomitanza con l'introduzione della moneta unica europea;

---

<sup>7</sup> Arvy das Jaevicious, Simon Hugh Huston, Andrew Baum, "Two centuries of Farmland Prices in England", August 2015, Said Business School – University of Oxford

<sup>8</sup> Serie "CPI, 2015=100, Index – Italy".

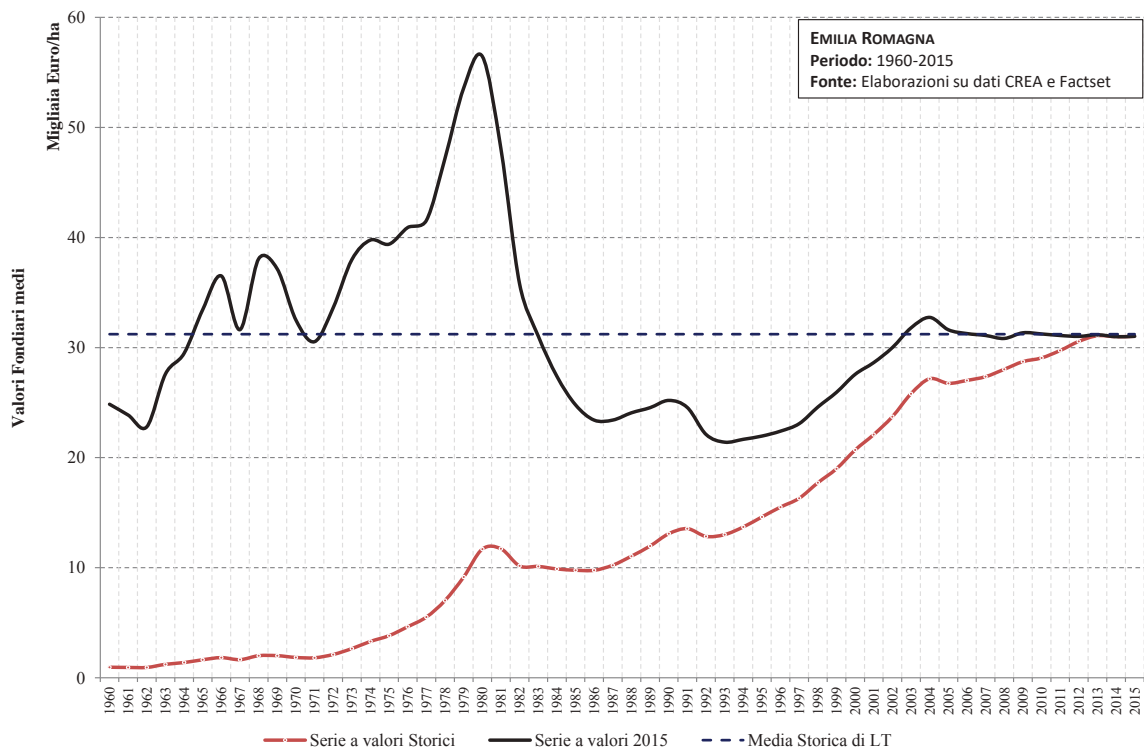


- il valore corrente dei terreni è perfettamente allineato alla media storica di lungo termine.

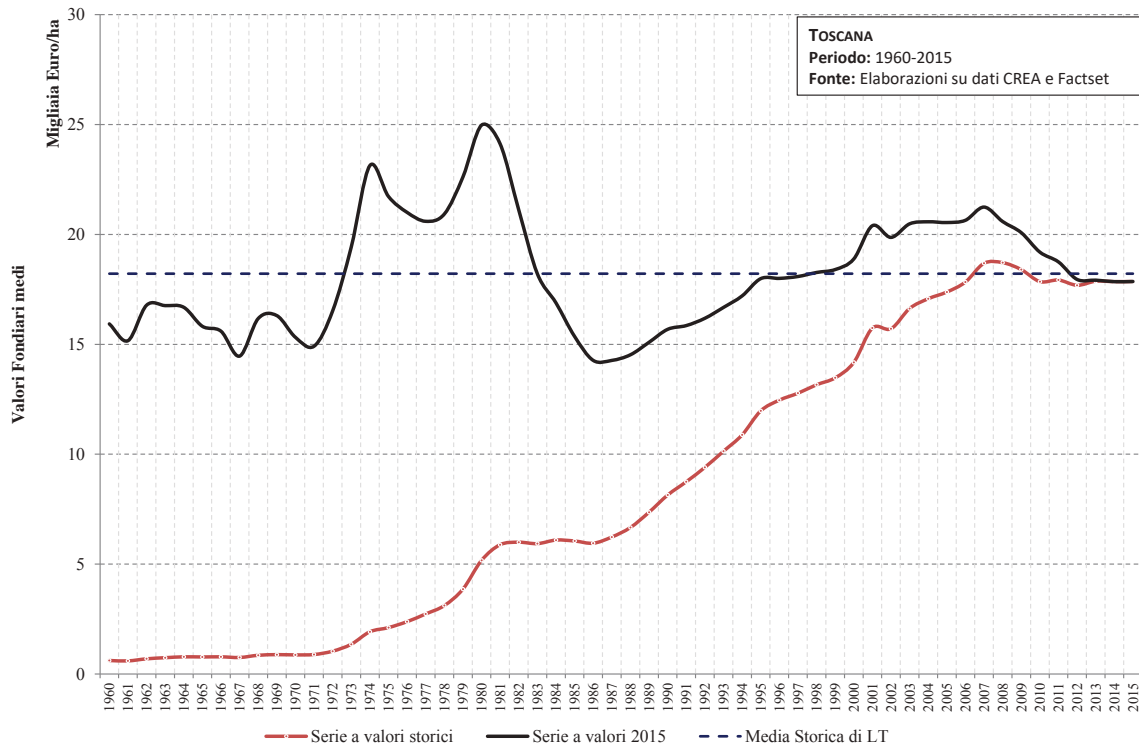
Il grafico 3.1.2 riporta la medesima dinamica per quanto riguarda la Toscana, con una più recente stabilizzazione dei prezzi ed un riallineamento alla media storica del valore reale dei terreni stessi.

Poiché le serie di lungo termine aggregano terreni di tipologia differente, esse potrebbero risultare influenzate dalla riconversione dei terreni per destinazione d'uso, pertanto è stata svolta una ulteriore analisi focalizzata sui soli terreni seminativi ed orticoli.

**Grafico 3.1.1: Valori fondiari medi in Emilia Romagna dal 1960 al 2015**

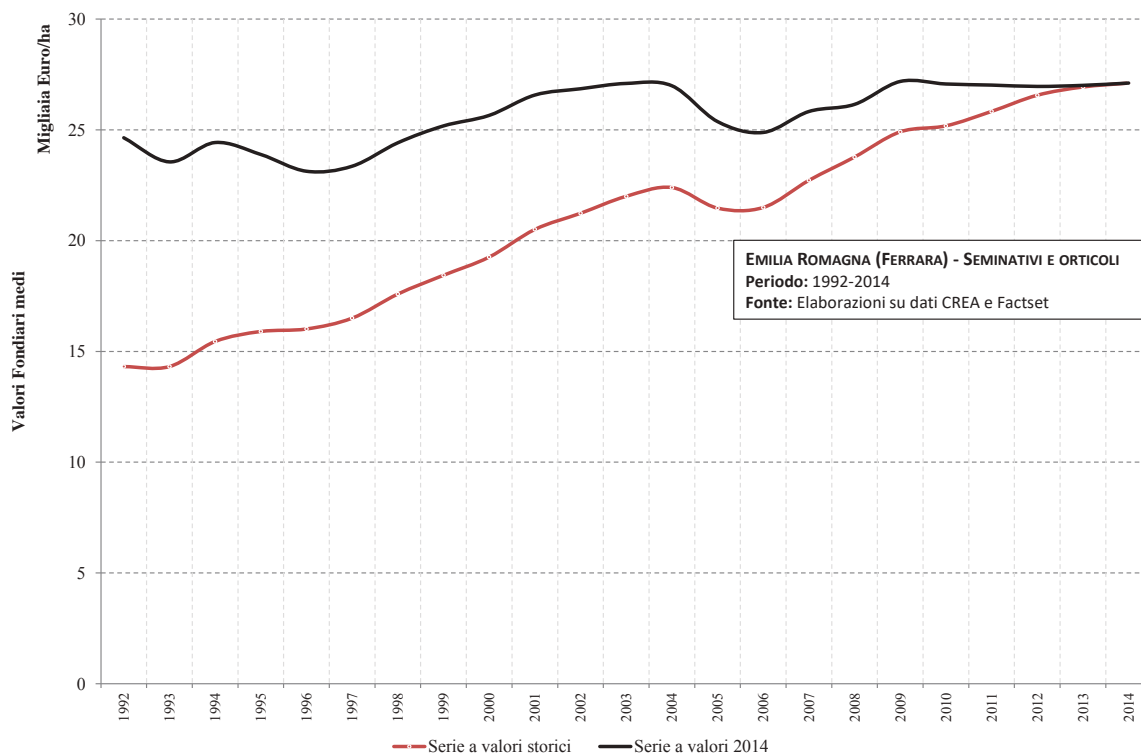


**Grafico 3.1.2: Valori fondiari medi in Toscana dal 1960 al 2015**



Il grafico 3.1.3 riporta la dinamica dei valori dei terreni seminativi ed orticoli in provincia di Ferrara (la categoria di terreni più rilevante tra quelli di proprietà di BF) lungo l'orizzonte temporale di osservazione disponibile presso la banca dati RICA (CREA). Anche quest'analisi conferma la capacità dei terreni di mantenere il loro valore reale.

### Grafico 3.1.3: Valori fondiari medi di terreni Seminativi e Orticoli nella provincia di Ferrara dal 1992 al 2014



#### La dinamica del valore dei terreni di Bonifiche Ferraresi fra il 2004 ed il 2016

Una seconda verifica della capacità dei terreni di recuperare l'inflazione può essere realizzata sulla base dei valori di perizia dei terreni di BF a differenti date. A fini del confronto è opportuno valutare le differenze registrate nei valori lungo un orizzonte pluriennale.

Nel 2004, in sede di *IAS transition*<sup>9</sup>, BF ha incaricato un perito di stimare il *fair value* dei terreni di proprietà al 31.12.2004 (il primo bilancio IAS è infatti il bilancio 2005). Il valore dei terreni al 2004 è stato confrontato con la stima effettuata al 31.12.2016 relativa allo stesso perimetro di proprietà fondiaria<sup>10</sup>. Dal confronto è possibile ricavare il tasso di apprezzamento degli stessi lungo l'arco temporale interessato dalle due stime. Il confronto

<sup>9</sup> Passaggio da principi contabili nazionali (Local GAAP, ovvero, nel caso dell'Italia, principi OIC) a principi contabili internazionali (IAS).

<sup>10</sup> Le due perizie di stima hanno perimetri differenti, per via delle cessioni ed acquisizioni di terreni intervenute tra il 31.12.2004 ed il 31.12.2016. Tuttavia le stesse riportano i valori di ciascun appezzamento: pertanto, con l'assistenza del management di Bonifiche Ferraresi, è stato possibile identificare i terreni che sono stati oggetto di stima di valore in entrambe le valutazioni e ottenere in tal senso un perimetro omogeneo.

fra il tasso di apprezzamento dei terreni così desunto ed il tasso di inflazione medio storico consente di verificare la capacità (o meno) dei terreni di recuperare l'inflazione storica.

La tabella 3.1.4 riporta il valore dei terreni di BF al 31.12.2004 ed al 31.12.2016, riferiti allo stesso perimetro. Il campione oggetto di analisi rappresenta, a valori correnti, il 99,5% dei terreni di proprietà di BF al 31.12.2016 (144,2/144,9 milioni di euro).

L'apprezzamento del valore dei terreni nel periodo 2004-2016 è stato pari al 25,2%, che corrisponde ad un tasso annualizzato di apprezzamento del 2,10%. L'inflazione Italiana, nel medesimo periodo, è stata in media pari all'1,54% (dati di fonte Factset). Anche questa verifica consente di confermare la capacità dei terreni agricoli di BF di recuperare il tasso di inflazione e di mantenere pertanto il loro valore reale nel tempo.

**Tabella 3.1.4: Rendimento dei terreni BF implicito nelle stime IPI a confronto con l'inflazione media storica**

<i>Rendimento dei terreni implicito nelle stime IPI</i>		
Valore dei terreni agricoli a perimetro omogeneo al 31.12.2004	a	112'109'997
Valore dei terreni agricoli a perimetro omogeneo al 31.12.2016	b	144'237'494
Rendimento (log) cumulato - Terreni	$c = \ln(b/a)$	25,20%
<b>Rendimento (log) annualizzato - Terreni</b>	<b><math>d = c/12</math></b>	<b>2,10%</b>
<i>Inflazione media storica</i>		
Deflatore del PIL Italiano al 31.12.2004 (Fonte: Factset)	e	82,98
Deflatore del PIL Italiano al 31.12.2016 (Fonte: Factset)	f	99,88
Rendimento (log) cumulato - Moneta	$g = \ln(f/e)$	18,53%
<b>Rendimento (log) annualizzato - Moneta [Inflazione]</b>	<b><math>h = g/12</math></b>	<b>1,54%</b>
<i>Inflazione media storica 2005-2016 di fonte WEO</i>		<i>1,58%</i>

### 3.2 La scelta degli approcci valutativi

La configurazione di valore adottata nella presente perizia è il valore intrinseco, il quale – come già è stato richiamato - è funzione dei benefici economici (intesi come flussi di risultati attesi e di consistenza patrimoniale) offerti dall'azienda oggetto di valutazione<sup>11</sup>.

La scelta degli approcci valutativi e quindi il peso attribuito ai diversi benefici economici (risultati attesi vs. consistenza patrimoniale) deve essere compiuta sulla base delle specifiche caratteristiche dell'entità oggetto di valutazione. Infatti se da un lato i criteri fondati sui flussi di risultato attesi (riconducibili al c.d. *income approach*) costituiscono un naturale riferimento ai fini della stima del valore intrinseco di un'azienda, dall'altro i criteri patrimoniali fondati sul costo di rimpiazzo (riconducibili al c.d. *cost or asset approach*) sono un riferimento imprescindibile nella valutazione di una Società per la quale la proprietà fondiaria costituisce l'attività principale e riguarda terreni in grado di mantenere il proprio valore reale nel tempo.

Per queste ragioni si è optato per una valutazione che adottasse contemporaneamente entrambi gli approcci, al fine di:

- disporre di una valutazione che prescindesse dal piano industriale della Società e si limitasse a considerare il contenuto patrimoniale dell'azienda, pur nella consapevolezza che tale approccio esclude a priori il valore generato dall'attività agricola di servizi;
- disporre di una valutazione fondata sul piano aziendale che permettesse di disporre di una verifica reddituale dei valori patrimoniali, pur nella consapevolezza che i flussi di risultato attesi non incorporano la rivalutazione del valore dei terreni nel tempo. Al fine di disporre di una misura analitica del contributo dell'attività agricola di servizi separato dall'attività fondiaria, si è optato per l'utilizzo oltre che del tradizionale DCF- *Discounted Cash Flows* anche di un criterio per somma di parti in grado di separare il contributo delle due "anime" dell'attività agricola (la proprietà fondiaria e l'attività agricola di servizi).

Poiché BF risulta poco indebitata e il piano pluriennale 2015-2019 consente di proiettare una struttura finanziaria prospettica *full equity* si è ritenuto muovere in entrambi gli approcci da valutazioni di tipo *asset side*. Il valore del patrimonio aziendale (*equity value*, S), è quindi stimato come segue:

---

<sup>11</sup> L'unità di valutazione è rappresentata dal 100% dell'*equity* di BF

$$S = EV_{Core} + Surplus Assets - Debiti netti$$

dove:

- $EV_{Core}$  (Enterprise Value Core) = valore intrinseco dell'attività agricola della Società, il business tipico svolto grazie ai terreni (proprietà fondiaria) ed alle attività funzionali all'attività agricola (esclusi dunque gli investimenti immobiliari);
- $Surplus Assets$  = valore corrente delle attività non operative (nel caso di BF si tratta degli investimenti immobiliari classificati a bilancio secondo lo IAS 40);
- Debiti Netti = PFN + Indennità di fine rapporto = tale minuendo racchiude sia i debiti finanziari al netto della cassa disponibile che i debiti legati agli accantonamenti per l'indennità di fine rapporto (TFR).

La tabella 3.2.1 riporta la riclassificazione delle poste di bilancio al 31.12.2016 (a valori contabili) sulla base della suddivisione tra attività *core* e non *core*, dove l'Azienda Agricola (AA) corrisponde, nella formula valutativa, all' $EV_{Core}$  della Società. All'interno di tale *framework*, l'oggetto di stima nei criteri reddituali è chiaramente l'*Enterprise Value Core* dell'azienda agricola, poiché gli investimenti immobiliari sono già espressi a valori correnti<sup>12</sup>.

Di seguito sono illustrate le formule valutative utilizzate e le caratteristiche essenziali dei criteri di stima adottati, nei due approcci: *income approach* ed *asset approach*.

---

<sup>12</sup> Il debito è infatti stato acceso nel corso del 2016 mentre le attività IAS 40 sono valorizzate a *fair value*.

**Tabella 3.2.1: Riclassificazione dello stato patrimoniale di Bonifiche Ferraresi S.p.A. al 31.12.2016**

<i>Valori Contabili</i>		<i>Valori Contabili</i>	
<b>31.12.2016</b>		<b>31.12.2016</b>	
<b>ATTIVO</b>		<b>Immobilizzazioni Strumentali - Proprietà fondiaria (Terreni)</b>	
<b>ATTIVO NON CORRENTE</b>		121'568	
Immobilizzazioni Materiali		Proprietà Fondiaria - Terreni	119'883
<i>di cui proprietà fondiaria - Terreni</i>	119'883	Proprietà Fondiaria - Terreni - Immob. In corso	517
<i>di cui proprietà fondiaria - Fabbricati</i>	8'265	Attività Biologiche non correnti	1'168
<i>di cui impianti, macchinari e altri beni</i>	12'162	<b>Immobilizzazioni Strumentali - Altro</b>	<b>43'247</b>
<i>di cui immobilizzazioni in corso e acconti</i>	23'084	Proprietà Fondiaria - Fabbricati	8'265
<i>di cui Fabbricati</i>	18'887	Impianti, macchinari e altri beni	12'162
<i>di cui Terreni</i>	517	Immobilizzazioni in corso e acconti - Fabbricati	18'887
<i>di cui impianti e macchinari</i>	3'680	Immobilizzazioni in corso e acconti - Imp. e mac	3'680
Investimenti Immobiliari	18'440	Immobilizzazioni Immateriali	26
Attività Biologiche	1'168	Attività Finanziarie	115
Immobilizzazioni Immateriali	26	Crediti non correnti	112
Attività Finanziarie	115	<b>Capitale Circolante Netto</b>	<b>2'810</b>
Crediti	112	Rimanenze	7'777
<b>TOTALE ATTIVO NON CORRENTE</b>	<b>183'254</b>	Crediti verso Clienti	4'368
<b>ATTIVO CORRENTE</b>		Debiti verso fornitori	-9'336
Rimanenze	7'777	<b>Altre attività correnti nette</b>	<b>3'227</b>
Attività Biologiche	1'376	Attività Biologiche	1'376
Crediti verso Clienti	4'368	Altre attività correnti	6'129
Altre attività correnti	6'129	Altri debiti correnti	-2'613
Disponibilità Liquide	16'125	Altri debiti non correnti	-1'625
<b>TOTALE ATTIVO CORRENTE</b>	<b>35'775</b>	Altri Fondi	-40
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>219'030</b>	<b>Investimenti Immobiliari</b>	<b>18'440</b>
<b>PASSIVO</b>		<i>Totale attività nette</i>	<i>186'064</i>
<b>PATRIMONIO NETTO</b>		<b>Fondo per imposte differite</b>	<b>-28'358</b>
Capitale Sociale	8'111	<b>Benefici ai dipendenti</b>	<b>322</b>
Riserva di Fair Value	1'197	<b>Posizione Finanziaria Netta</b>	<b>4'286</b>
Altre Riserve	107'586	Finanziamenti a lungo termine	11'769
Utili indivisi	37'382	Finanziamenti a breve termine	8'642
Utile (perdita) dell'esercizio	2'049	Disponibilità Liquide	-16'125
<b>TOTALE PATRIMONIO NETTO</b>	<b>156'325</b>	<b>Patrimonio netto</b>	<b>156'325</b>
<b>PASSIVO NON CORRENTE</b>			
Fondo per imposte differite	28'358		
Benefici ai dipendenti	322		
Finanziamenti a lungo termine	11'769		
Altri Fondi	40		
Altri debiti non correnti	1'625		
<b>TOTALE PASSIVO NON CORRENTE</b>	<b>42'114</b>		
<b>PASSIVO CORRENTE</b>			
Debiti verso fornitori	9'336		
Finanziamenti a breve termine	8'642		
Altri debiti correnti	2'613		
<b>TOTALE PASSIVO CORRENTE</b>	<b>20'590</b>		
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>219'030</b>		

**Legenda:**

AZIENDA AGRICOLA

SURPLUS ASSETS

DEBITI NETTI

Income approach: a) il criterio per somma di parti (SOTP)

Il criterio per somma di parti consente di desumere il valore dell'impresa per somma dei valori dei singoli business che l'impresa svolge. Tale criterio risulta preferibile nel caso in cui i singoli business abbiano caratteristiche distintive, tali da rendere apprezzabile una valutazione delle stesse in logica separata, anziché unitaria.

Una azienda agricola proprietaria dei terreni unisce due business: da un lato l'attività fondiaria propria del *Land Owner* che si caratterizza per la capacità dei terreni di mantenere il loro valore reale nel tempo e di generare redditi (canoni di affitto) indicizzati al valore stesso dei terreni; dall'altro l'attività agricola di servizi, la quale fa uso dei terreni e svolge il business legato alla produzione agro-alimentare (e zootecnica) attraverso impianti, macchinari e attrezzature dedicate. I due *business* (*Land Owner* e Azienda Agricola di Servizi) hanno natura differente e si caratterizzano per una dotazione di attività differenti (i terreni il primo, impianti macchinari e attrezzature il secondo). E' opportuno quindi distinguere ai fini valutativi le due sub-entità coesistenti, come segue:

- *Land Owner company* (di qui anche LO) costituita da un ramo d'azienda che detiene la proprietà fondiaria (qui definita per somma di terreni ed attività biologiche non correnti<sup>13</sup>) e la cui unica attività è rappresentata dalla concessione in affitto di tali terreni alla Azienda Agricola di Servizi (di qui anche AAS); il profilo di rischio di tale attività è tipicamente molto contenuto. I terreni hanno infatti le seguenti caratteristiche: a) non sono soggetti ad obsolescenza tecnica né funzionale; b) consentono di conservare, nel lungo termine, il proprio valore reale e di godere del canone di affitto in grado di recuperare l'inflazione;
- Azienda Agricola di Servizi (AAS) rappresentata dal ramo d'azienda che svolge le attività agricole ed affitta i terreni dalla *Land Owner company*. L'attività agricola ha un profilo di rischio più elevato rispetto alla Società che detiene i terreni, in quanto: a) richiede attività soggette ad obsolescenza tecnica e funzionale; b) richiede investimenti in capitale umano oltre a competenze specifiche nella gestione del business agricolo; c) subisce l'influenza di fattori commerciali (appetibilità o meno dei generi alimentari oggetto di produzione); ecc.

La segmentazione del *business* in due sub-entità, sotto il profilo tecnico valutativo, ha il pregio di consentire l'adozione di parametri valutativi specifici per il *Land Owner* e per l'Azienda Agricola di Servizi, quali: il costo del capitale, il saggio di crescita dei risultati oltre il periodo di previsione esplicita ed il canone di mercato per la concessione in locazione dei terreni agricoli. In particolare:

---

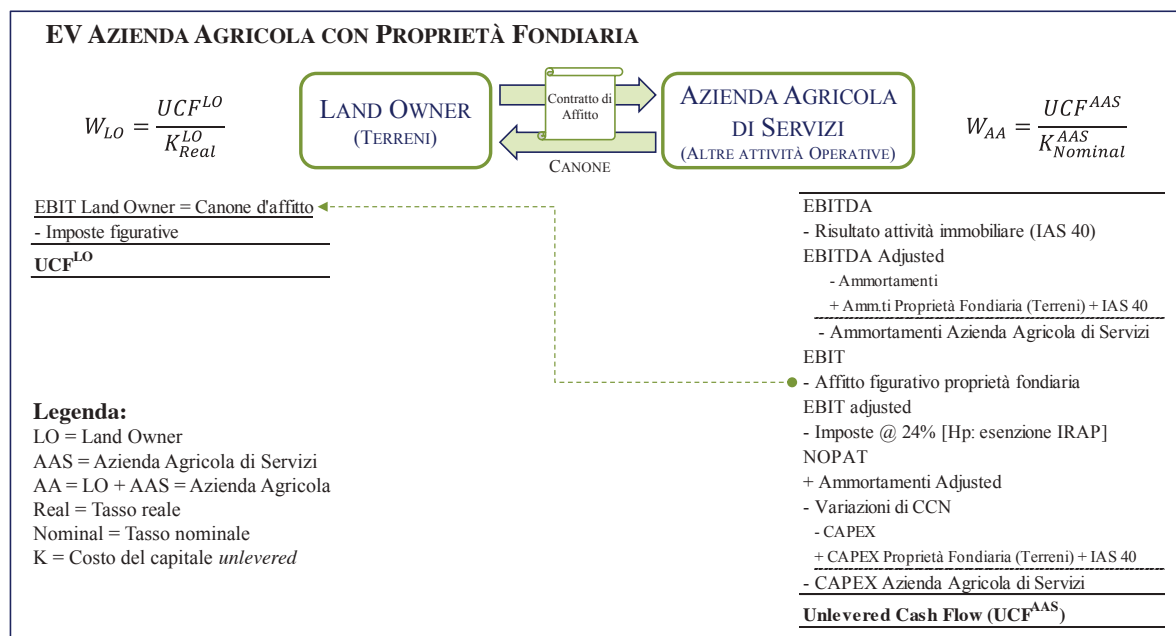
<sup>13</sup> Queste ultime sono tipicamente incluse nel valore di mercato dei terreni



- l'Enterprise Value della Land Owner Company è pari al valore attuale dei canoni (figurativi) attesi netti d'imposta, ovvero al canone di affitto defiscalizzato e proiettato in perpetuo ad un tasso reale espressivo del profilo di rischio dei terreni;
- l'Enterprise Value dell'Azienda Agricola di Servizi è pari al valore attuale dei flussi di cassa unlevered dalla gestione complessiva al netto dei canoni figurativi di affitto che la stessa deve retrocedere alla LO Company per l'utilizzo dei terreni.

La figura 3.2.2 sintetizza lo schema di suddivisione dell'Azienda Agricola (che rappresenta il core business<sup>14</sup>) per somma di parti (LO + AAS), evidenziando sinteticamente i profili di determinazione dei flussi di cassa dei due business.

**Figura 3.2.2: Schema di suddivisione dell'azienda agricola che detiene proprietà fondiaria in land owner company e azienda agricola di servizi**



Muovendo dall'assunto (che dovrà essere oggetto di verifica empirica) che la capitalizzazione in perpetuo del canone di affitto defiscalizzato restituisca il valore della proprietà fondiaria, la formula valutativa di stima dell'Enterprise Value tramite criterio SOTP risulta la seguente:

<sup>14</sup> Nel nostro caso, come si illustrerà più avanti oltre al core business, che può essere scomposto nelle due sub-entità LO e AAS) vi è la presenza di attività accessorie (=surplus assets) rappresentati dagli investimenti immobiliari iscritti in bilancio a fair value ai sensi dello IAS 40.

$$EV_{Core} = W_{Propriet\grave{a} Fondiaria} + \sum_{t=1}^3 \frac{UCF_t^{AAS}}{(1 + K_{Nominal}^{AAS})^t} + \frac{UCF_{Normalizzato}_3^{AAS} \times (1 + g)}{(K_{Nominal}^{AAS} - g) \times (1 + K_{Nominal}^{AAS})^3} + VA(Tax Amortization Surplus)$$

dove:

- $W_{Propriet\grave{a} Fondiaria}$  = valore al 31.12.2016 della Proprietà Fondiaria;
- $UCF_t^{AAS} = UCF_t^{AA} - Affitto Figurativo_t^{LO}$  = flusso di cassa *unlevered* (*Unlevered Cash Flow*) dell'Azienda Agricola di Servizi;
- $UCF_t^{AA}$  = flusso di cassa *unlevered* dell'Azienda Agricola;
- $UCF_{Normalizzato}_3^{AAS} = Unlevered Cash Flow$  in uscita di piano, normalizzato al fine di desumere una misura di flusso di cassa proiettabile in perpetuo;
- $K_{Nominal}^{AAS}$  = costo del capitale *unlevered* dell'azienda agricola di servizi, espresso in forma nominale;
- $g$  = saggio di crescita dei risultati nel lungo periodo;
- $VA(Tax Amortization Surplus) = \sum_{t=1}^n \frac{(Amm.ti Effettivi_t - Amm.ti nel terminal value) \times t_c}{(1 + K_{Nominal}^{AAS})^t}$  = tale componente di valore è legata all'ipotesi di normalizzazione del flusso di cassa in uscita di piano e rappresenta i benefici fiscali legati ai maggiori ammortamenti effettivi rispetto agli ammortamenti ipotizzati nel *terminal value*;
- $t_c$  = Tax rate corrispondente all'aliquota IRES (24%).

La figura 3.2.2 riporta l'algoritmo di calcolo del flusso di cassa *unlevered* dell'azienda agricola di servizi ( $UCF_t^{AAS}$ ). Si ritiene opportuno in questa sede precisare quanto segue:

1. poiché il piano di Bonifiche Ferraresi prevede lo svolgimento di attività immobiliari sulle proprietà classificate IAS 40, con generazione di risultato al di sopra dell'EBITDA, è stato necessario elidere l'intero EBITDA generato dal Business Immobiliare, al fine di evitare una duplicazione di valore rispetto alle proprietà immobiliari IAS 40 incluse tra i *surplus assets*; analogamente è stato necessario adeguare il valore degli ammortamenti, per escludere gli ammortamenti dei fabbricati IAS 40;
2. poiché la Società genera la maggior parte dei risultati nel comparto agricolo, la stessa può beneficiare (a far tempo dall'esercizio 2016) di un regime fiscale agevolato, per cui risulta esente dalla corresponsione dell'IRAP<sup>15</sup>. Si ricorda in

<sup>15</sup> Tale ipotesi è stata verificata con il management e trova riscontro anche nel bilancio di Bonifiche Ferraresi S.p.A. (Bilancio al 31.12.2015, p.51). E' opportuno sottolineare che l'operazione di riorganizzazione del

questa sede che, nel contempo, l'aliquota IRES è stata ridotta per tutte le imprese dal 27,5% al 24%;

3. poiché il piano 2015-2019 di Bonifiche Ferraresi non è stato oggetto di aggiornamento in relazione ai dati di consuntivo al 31.12.2016, lo scrivente ha dovuto effettuare un'analisi di scostamento tra risultati di piano e risultati a consuntivo, procedendo ad opportuni aggiustamenti nei flussi attesi per il 2017, meglio descritti in seguito;
4. poiché il piano di Bonifiche Ferraresi non include i costi dei piani di incentivazione manageriale (di qui anche MBO) legati alla realizzazione del suddetto piano, ai fini della definizione dei flussi di cassa fondati sul piano si è reso necessario tener conto di tali costi.

In linea generale è raggruppare le rettifiche in tre principali categorie:

- i. rettifiche di perimetro: volte ad elidere le attività che sono considerate quali *surplus asset* nel modello di valutazione;
- ii. rettifiche di integrazione: tali rettifiche sono necessarie per tener conto di elementi che non sono già catturati nei flussi di piano (MBO);
- iii. rettifiche di calibrazione: tali rettifiche sono volte a recepire eventuali scostamenti di consuntivo.

Le rettifiche qui descritte sono valide anche nel caso della determinazione dei flussi di cassa *unlevered* dell'Azienda Agricola (AA) unitariamente intesa, utilizzati nel criterio DCF (il secondo criterio che fa riferimento all'*income approach*).

La normalizzazione del flusso in uscita di piano (*UCF Normalizzato<sub>3</sub><sup>AAS</sup>*) fa riferimento all'esigenza di:

- esprimere una misura di assorbimento di capitale circolante netto coerente con il saggio di crescita ipotizzato nel valore terminale;
- assumere una misura di *capex* di mantenimento coerente con la capacità di reddito in uscita di piano (a tal riguardo occorre osservare che nell'ultimo anno di previsione esplicita non sono previsti investimenti e gli ammortamenti, come si avrà modo di illustrare analiticamente in seguito, non sono rappresentativi di un fabbisogno normale di investimento, in quanto influenzati dall'accavallamento tra ammortamenti pregressi e ammortamenti legati alla presenza di un ciclo di investimenti straordinario, quale quello del quadriennio 2015-2018);

---

Gruppo è finalizzata al mantenimento dello status di “prevalenza dell'attività agricola” e che pertanto eventuali ulteriori attività (previste ma non oggetto di inclusione nel piano di Bonifiche Ferraresi) saranno sviluppate da *legal entities* distinte dalla Società in parola.

- adeguare la misura degli ammortamenti ai *capex* di mantenimento, in modo da non proiettare in perpetuo i benefici fiscali di ammortamenti che andranno ad esaurirsi.

Income approach: b) il criterio DCF Asset Side

Il secondo criterio fondato sui flussi di risultato attesi è il *discounted cash flow* (DCF), nella variante *asset side*. In questo caso il valore dell'azienda agricola è stato calcolato senza far uso del canone figurativo dei terreni ed i flussi (*unlevered*) oggetto di attualizzazione sono i flussi di piano complessivi rettificati così come descritto al punto precedente.

Poiché nell'azienda agricola:

- la più significativa componente di valore è rappresentata dai terreni;
- i terreni hanno autonoma capacità di recupero dell'inflazione;
- la valutazione tramite DCF non tiene conto delle variazioni di valore dei terreni nel tempo;

ai fini della stima tramite criterio DCF è stato usato un saggio di sconto reale con crescita nulla nel valore terminale. Ai fini di controllo è stato utilizzato anche un tasso di attualizzazione ottenuto per media ponderata (sulla base dei NOPAT attesi a fine piano 2019) dei due business individuati nel criterio per somma di parti (AAS e LO), corrispondentemente anche il saggio di crescita nel valore terminale è stato stimato pari alla media ponderata dei saggi di crescita dei due business (rispettivamente pari a 0 per l'attività fondiaria e pari all'1% per l'attività agricola di servizi).

Una conferma indiretta della ragionevolezza dell'uso nel DCF di un tasso di sconto reale (e di un saggio di crescita pari a zero nel valore terminale) può essere ricavata da un recente documento della Commissione Europea<sup>16</sup>, dove ai fini della stima del costo del capitale di aziende agricole sono utilizzati tassi reali, sulla base della seguente motivazione:

*“Own capital value (excluding land and land improvement) is estimated as the average value of the assets (closing plus opening valuation divided by two) multiplied by the real interest rate. [...]*

*Any increase in the value of assets is excluded from income calculations. For example, land appreciates in value over time, which is one of the reasons why investors invest in land. This gain is not included in the income; therefore it would not be consistent to include it in the cost of capital. In addition, in the FADN assets are valued at replacement*

---

<sup>16</sup> “EU farm economics overview FADN 2011”, European Commission – Directorate General for Agriculture and Rural Development, September 2014”.

*value. Depreciation is based on this replacement value and therefore already takes the increase in prices (inflation) into account. Consequently, it would be double counting to include the inflation part of interest in the cost of capital.*

*The correction is made by subtracting the inflation rate from the nominal interest rate.”*

La formula valutativa utilizzata è dunque la seguente:

$$EV_{Core} = \sum_{t=1}^3 \frac{UCF_t^{AA}}{(1 + K_{Real}^{AA})^t} + \frac{UCF \text{ Normalizzato}_3^{AA}}{(K_{Real}^{AA}) \times (1 + K_{Real}^{AA})^3} + VA(\text{Tax Amortization Surplus})$$

dove:

- $UCF_t^{AA}$  = flusso di cassa *unlevered* (*Unlevered Cash Flow*) dell'Azienda Agricola;
- $UCF \text{ Normalizzato}_3^{AA}$  = *Unlevered Cash Flow* in uscita di piano, normalizzato al fine di desumere una misura di flusso di cassa proiettabile in perpetuo;
- $K_{Real}^{AA}$  = costo del capitale *unlevered* dell'azienda agricola, espresso in forma reale;
- $VA(\text{Tax Amortization Surplus})$  = come descritto in precedenza, tale componente di valore è legata all'ipotesi di normalizzazione del flusso di cassa in uscita di piano.

Come si è detto, a soli fini di controllo, la stessa formula valutativa è stata utilizzata assumendo un saggio di sconto pari alla media dei tassi di sconto dell'attività fondiaria e dell'attività agricola di servizi e facendo uso nel valore terminale di un saggio di crescita pari alla media ponderata dei due saggi, ottenendo risultando allineati.

### Income Approach: c) il costo del capitale

La stima del costo del capitale muove dall'analisi dei rendimenti richiesti dagli investitori in azioni quotate di Società agricole.

Sulla base dei due criteri di valutazione in precedenza descritti (Somma di Parti e DCF) le misure di costo del capitale da stimare sono le seguenti:

1. il costo del capitale (reale) di una Società LO che svolge attività fondiaria (ovvero affitta terreni agricoli a Società agricole di servizi);
2. il costo del capitale (nominale) di un'Azienda Agricola di Servizi (AAS);
3. il costo del capitale (reale) di un'Azienda Agricola (AA) che assomma in sé la proprietà fondiaria e l'attività agricola di servizi.

Poiché il costo del capitale dell'azienda agricola è funzione del peso relativo dei due business (LO e AAS) il costo del capitale dell'Azienda Agricola può essere desunto anche dalla media ponderata dei tassi di cui ai punti sub 1) e sub 2), qui oggetto di stima, dopo aver tuttavia calcolato anche un saggio di crescita  $g$  nel valore terminale medio ponderato.

Bonifiche Ferraresi ha un livello di indebitamento molto contenuto ed il piano industriale presenta una dinamica di flussi di cassa in grado di ristabilire una struttura finanziaria *full equity* entro l'ultimo anno di piano. Ciò comporta che il costo del capitale, qualunque sia la configurazione di valore ricercata di cui ai punti sub 1), sub 2) e sub 3) è sempre un costo del capitale *unlevered*. Sulla base del CAPM ciò significa che il costo del capitale da stimare è pari a:

$$coc = R_f + \beta_u \times ERP$$

dove:

- $R_f$  = tasso privo di rischio (*risk free*);
- $\beta_u$  = coefficiente beta *unlevered* dell'attività oggetto di analisi, desunto sulla base dell'applicazione del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM);
- $ERP = Equity Risk Premium$ , assunto in misura pari al 5,50%.(misura di consenso di mercato).

### Stima del tasso *risk free* (nominale e reale)

La stima del tasso *risk free* si è fondata sulla media ad un anno al 31.12.2016 del *redemption yield* dei titoli governativi decennali italiani (di qui anche *risk free* 10Y IT). Il grafico 3.2.3 illustra la dinamica infra-annuale del tasso *risk free* a confronto con il dato medio ad un anno, pari all'1,48%.

Al fine di desumere una misura di tasso *risk free* reale è stata utilizzata la formula di Fisher, per cui:

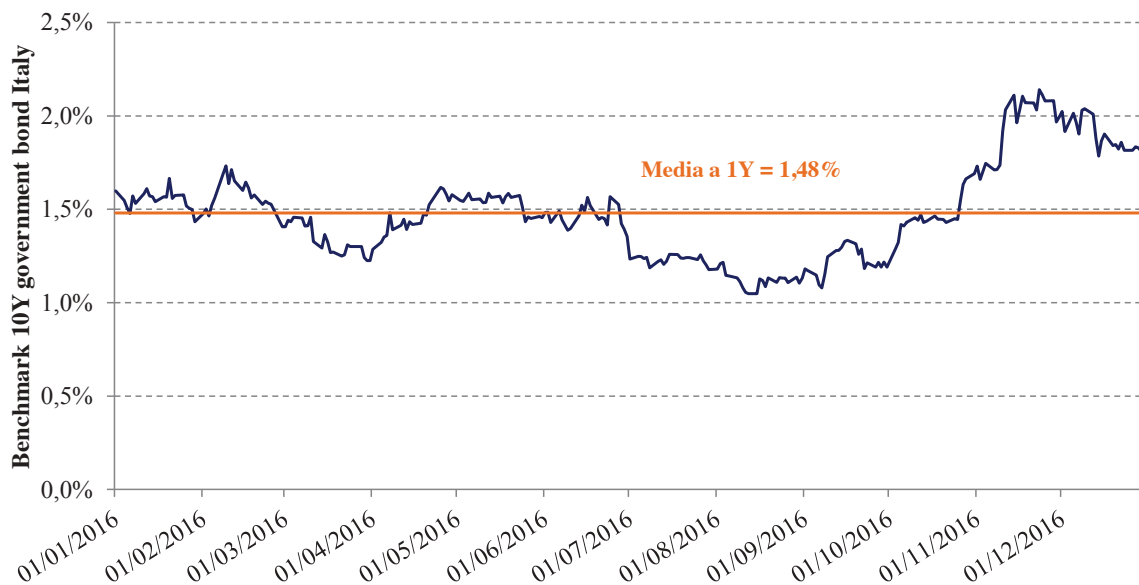
$$(1 + R_f^R) = \frac{(1 + R_f^N)}{(1 + \pi^E)}$$

dove:

- $R_f^R$  = tasso *risk free* reale;
- $R_f^N$  = tasso *risk free* nominale, pari all'1,48%;
- $\pi^E$  = tasso d'inflazione atteso.

Sulla base dell'inflazione media attesa in Italia nel periodo 2017-2021 di fonte IMF<sup>17</sup>, pari all'1%, il tasso *risk free* reale risulta pari allo 0,48%.

**Grafico 3.2.3: Dinamica del benchmark di titoli di stato decennali italiani tra il 31.12.2015 ed il 31.12.2016**



#### La stima del coefficiente beta

Tenuto conto della necessità di:

- esprimere il coefficiente beta in forma *unlevered*;

<sup>17</sup> World Economic Outlook database, October 2016

- calcolare il beta di pertinenza di una Società che detiene esclusivamente terreni (LO) e di una Società agricola di servizi (AAS);
- fornire una riconciliazione tra il coefficiente beta così desunto ed il coefficiente beta di Bonifiche Ferraresi che è una Società che assomma entrambe le attività LO e AAS;

si è scelto di compiere due differenti analisi.

La prima analisi riguarda la dinamica di lungo termine del coefficiente beta di Bonifiche Ferraresi.

La seconda analisi stima i coefficienti beta della *Land Owner Company* e dell'Azienda Agricola di Servizi muovendo dall'analisi dei beta di Società comparabili.

Tenuto conto della ridotta capitalizzazione di mercato sia di Bonifiche Ferraresi sia di alcune società comparabili, ai fini della stima del coefficiente beta è stato utilizzato il criterio del *sum beta*, che si fonda sulla seguente equazione:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i,1} \times R_{m,t} + \beta_{i,2} \times R_{m,t-1} + \dots + \beta_{i,n} \times R_{m,t-n} + \varepsilon$$

dove:

- $R_{i,t}$  = rendimento della Società *i*-esima alla data *t*;
- $R_{m,t}$  = rendimento di mercato alla data *t*;
- $R_{m,t-1}$  = rendimento di mercato alla data *t*-1;
- *n* = numero di *lag* considerati nel modello.

Il coefficiente *beta raw* (grezzo) è determinato quindi per somma dei coefficienti beta  $\{1, \dots, n\}$ , come segue:

$$\beta_i = \beta_{i,1} + \beta_{i,2} + \dots + \beta_{i,n}$$

Il calcolo del beta di Bonifiche Ferraresi muove quindi dalla regressione dei rendimenti giornalieri della Società rispetto ai rendimenti giornalieri dell'indice di mercato (simultanei e con effetto ritardo pari ad uno e due *trading day*) FTSE Mib, lungo un orizzonte di un anno. La scelta di utilizzare due componenti di ritardo (*lag*) è dettata dai volumi molto contenuti di scambi del titolo. Il *sum beta* al 31.12.2016 di Bonifiche Ferraresi è pari a 0,27.

Il *sum beta* così ottenuto è un beta grezzo, che va tradotto in un beta atteso. Sotto il profilo teorico, il *beta raw* desunto dall'analisi storica deve essere oggetto di aggiustamento ogniqualvolta sia ravvisabile un effetto di *mean reversion* (oscillazione del beta intorno ad una media storica di lungo periodo). Blume ha verificato come



normalmente i beta tendano a riallinearsi al beta del portafoglio di mercato (pari a uno). Tuttavia, se esistono ragioni strutturali perché il beta di una società (o delle società di un intero settore) risultino strutturalmente superiori o inferiori all'unità, è opportuno effettuare una verifica di *mean reversion* del coefficiente beta della specifica società o settore ed assumere poi come beta atteso la media di lungo periodo riferita a quella specifica società/settore.

Vi sono valide ragioni perché il coefficiente beta di Società agricole sia strutturalmente inferiore all'unità:

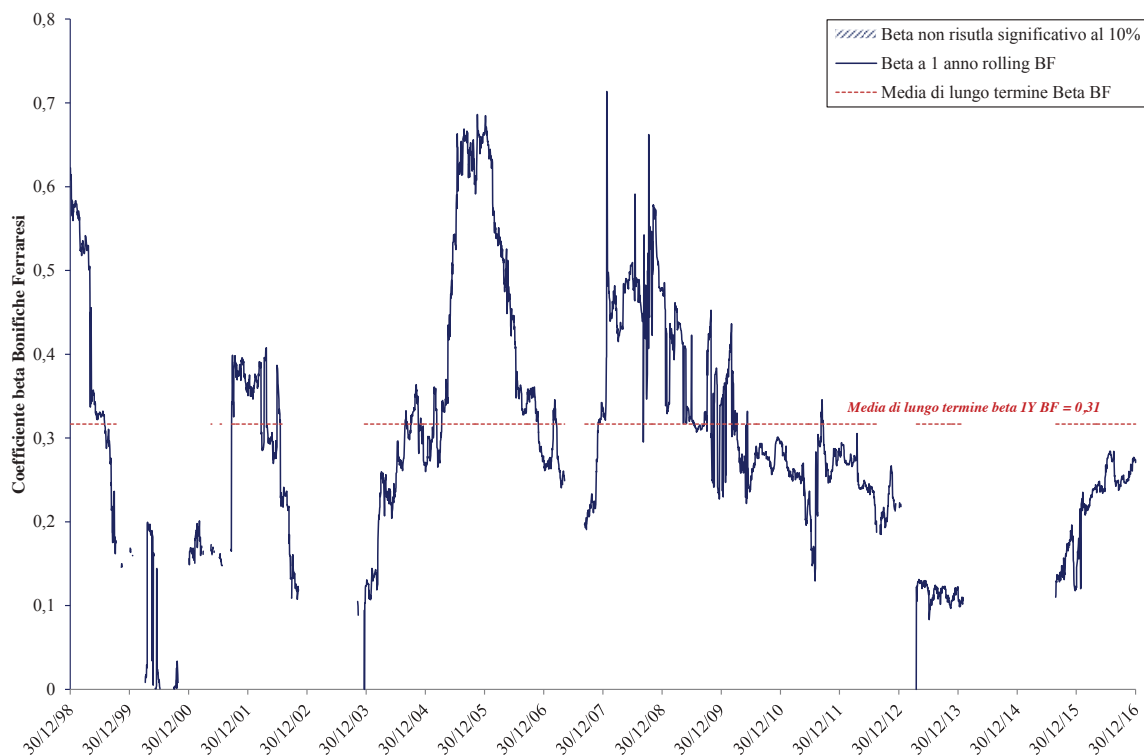
- i. è ragionevole attendersi una minore covarianza del business agro-alimentare (prodotti primari) con gli andamenti del ciclo economico e quindi un beta inferiore all'unità;
- ii. la presenza significativa dei terreni, attività con profilo di rischio molto contenuto, tende a far sì che il beta si posizioni significativamente al di sotto dell'unità: ciò per via del fatto che i terreni agricoli nel lungo termine mostrano un profilo di rischio addirittura inferiore ai titoli di stato governativi (in quanto hanno dimostrato di essere meglio in grado di recuperare l'inflazione).

Al fine di verificare empiricamente tali ipotesi è stato analizzato il coefficiente beta di Bonifiche Ferraresi (sotto forma di *sum beta* a due *lag*) in forma *rolling* lungo un orizzonte di circa 20 anni (da quando l'indice risulta disponibile), escludendo dall'analisi i periodi in cui nessuno dei coefficienti beta elementari ( $\beta_{BF,1}$ ;  $\beta_{BF,2}$ ;  $\beta_{BF,3}$ ) risulta statisticamente significativo. Il grafico 3.2.4 riporta la dinamica storica del coefficiente beta ( $\beta_{BF} = \beta_{BF,1} + \beta_{BF,2} + \beta_{BF,3}$ ) evidenziando una marcata dinamica *mean reverting* intorno al valore medio storico, pari a 0,31. Il grafico riporta con sfondo grigio i periodi nei quali i beta non sono statisticamente significativi.

Il beta grezzo al 31.12.2016 (pari a 0,27) risulta inferiore al beta medio storico di lungo periodo (0,31).

Alla luce di tale evidenza si è optato per utilizzare come beta atteso il beta storico di lungo periodo di Bonifiche Ferraresi.

**Grafico 3.2.4: Dinamica storica del beta ad un anno di Bonifiche Ferraresi dal 29.12.1998 al 31.12.2016**



Ai fini della stima del coefficiente *beta unlevered* del *Land Owner* e dell'Azienda Agricola di Servizi è stato selezionato un campione di Società comparabili. Il processo di selezione, che ha portato all'identificazione di otto Società comparabili, è descritto analiticamente in figura 3.2.5. La *business description* di tali Società è riportata nell'Allegato 1.

La metodologia di determinazione del coefficiente *beta raw* è la medesima utilizzata per Bonifiche Ferraresi (*sum beta* fondato su rendimenti *daily* ad un anno al 31.12.2016). L'indice di riferimento ai fini della stima del coefficiente beta è l'indice locale<sup>18</sup>. La tabella 3.2.6 riporta i coefficienti beta delle otto Società del campione.

Tenuto conto dell'esigenza di ottenere una misura di *beta unlevered* distinta in relazione alla tipologia di attività svolta dalla Società (*Land Owner* o Azienda Agricola di Servizi) i coefficienti beta così ottenuti sono stati messi in relazione con la leva finanziaria e con l'intensità della proprietà fondiaria. In tal senso si è proceduto alla verifica della seguente relazione:

<sup>18</sup> L'identificazione del local index è avvenuta tramite dataprovider Factset

$$\beta_i = \beta_u + \delta_{Leverage} \times \frac{D}{E_i} + \delta_{Land\ Owner} \times Dummy_{LO} + \varepsilon$$

dove:

- $\beta_i$  = coefficiente beta raw della Società i-esima;
- $\beta_u$  = intercetta della relazione;
- $\frac{D}{E_i} = \frac{Net\ Debt_i}{Market\ Cap_i}$  = rapporto di leva finanziaria a valori di mercato (dati di fonte Factset);
- $Dummy_{LO} = \begin{cases} Land/PP\&E < 30\% & 0 \\ Land/PP\&E \geq 30\% & 1 \end{cases}$  = variabile *dummy* che assume valore 1 se l'intensità contabile dei terreni (intesi quale somma del valore contabile dei terreni e delle attività biologiche non correnti) rispetto al totale dei *Property Plant & Equipment* (PP&E) è superiore al 30% e zero viceversa.

---

### Figura 3.2.5: Criteri di selezione delle Società comparabili

Criteri di Selezione	Numero di società <i>(includere nel campione)</i>
1° Step – Selezione tramite dataprovider Factset: «Agricultural commodities/Miling»	564
2° Step – Esclusione di società operanti non operanti in Europa o Nord America	101
3° Step – Esclusione di società la cui Business Description: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Non include almeno due delle seguenti radici lessicali o parole chiave {Farm; Crop; Cultivation; Agriculture; Plantation; Cereals; Oilseed; Vegetable; Milk; Fruit}</li> <li>• Non include almeno una delle seguenti radici lessicali o parole chiave {Farm; Agriculture; Plantation; Cultivat-}</li> <li>• Include attività «processing»</li> </ul>	21
4° Step – Esclusione in quanto i coefficienti beta non risultano statisticamente significativi	11
5° Step – Esclusione sulla base della <i>business description</i> e delle informazioni presenti sul sito della società. Esclusione di Bonifiche Ferraresi.	8

---

Il rapporto di indebitamento consente di scorporare l'effetto *leverage* dal beta e la variabile *dummy Land Owner* consente di distinguere le Società in cui prevale l'attività di *Land Owner* rispetto all'attività di Azienda Agricola di Servizi. In particolare:

- l'intercetta della relazione ( $\beta_u$ ) rappresenta il *beta unlevered* dell'Azienda Agricola di Servizi;
- la somma algebrica tra l'intercetta della relazione ed il coefficiente relativo alla *dummy Land Owner* ( $\beta_u + \delta_{Land Owner}$ ), che assume valore negativo, rappresenta il *beta unlevered* del *Land Owner*.

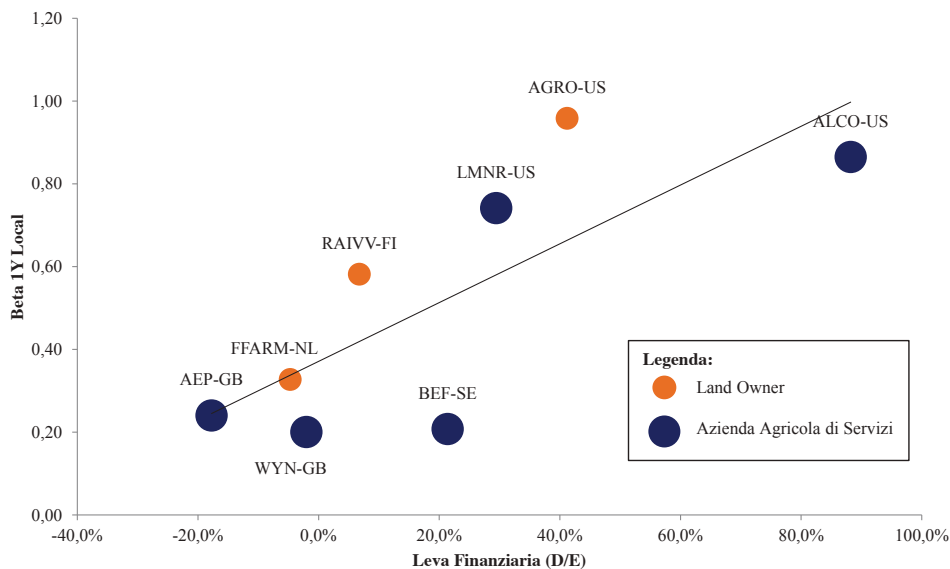
Dall'analisi di regressione ci si attende segno positivo per la variabile leva finanziaria (che esprime l'incremento di beta – *levered* – all'aumentare del rischio connesso all'indebitamento) e segno negativo per la variabile *dummy Land Owner* (che esprime il minor rischio legato ad un business dotato di una significativa proprietà fondiaria).

Il grafico 3.2.7 riporta la relazione tra coefficiente beta e grado di leva finanziaria, evidenziando al contempo come i *Land Owner* (contrassegnati da indicatori più grandi) abbiano coefficienti beta inferiori rispetto alla media del campione, a parità di leva finanziaria.

**Tabella 3.2.6: Coefficiente beta, leverage ed intensità della proprietà fondiaria per le Società quotate comparabili**

Nome	Ticker	Beta	D/E	Biological Assets		Land	Land & Biological Assets	PP&E	Land & Biological Assets / PP&E
				(se separati dai terreni)					
		a	b	c	d	e = c + d	f	g = e / f	
Adecoagro S.A.	AGRO-US	0,96	41,2%	6,476	119,668	126,144	793,223	15,90%	
Alico, Inc.	ALCO-US	0,87	88,2%	83,056	51,033	134,089	140,718	95,29%	
Black Earth Farming LTD	BEF-SE	0,21	21,4%	0,327	29,466	29,793	80,637	36,95%	
ForFarmers NV	FFARM-NL	0,33	-4,7%		0	0	197,731	0,00%	
Limoneira Company	LMNR-US	0,74	29,4%	31,282	98,876	130,158	232,302	56,03%	
Raisio Oyj Class V	RAIVV-FI	0,58	6,7%		17,1	17,1	98,8	17,31%	
Wymstay Group plc	WYN-GB	0,20	-2,0%		9,288	9,288	20,535	45,23%	
Anglo-Eastern Plantations Plc	AEP-GB	0,24	-17,8%	179	140,689	319,689	399	80,12%	

**Grafico 3.2.7: Relazione tra coefficiente *beta*, grado di leva finanziaria e *dummy Land Owner* (dimensione dell'indicatore)**



La tabella 3.2.8 riporta i risultati dell'analisi di regressione fondata sulle Società comparabili identificate in tabella 3.3.2. La relazione risulta significativa ( $R^2$  Adj. = 65%) ed entrambi i coefficienti risultano sostanzialmente significativi<sup>19</sup>.

**Tabella 3.2.8: Risultati dell'analisi di regressione**

<i>Statistica della regressione</i>	
R multiplo	0,864
R al quadrato	74,68%
R al quadrato corretto	64,55%
Errore standard	0,185
Osservazioni	8

**ANALISI VARIANZA**

	<i>gdl</i>	<i>SQ</i>	<i>MQ</i>	<i>F</i>	<i>Significatività F</i>
Regressione	2	0,507	0,254	7,372	0,032
Residuo	5	0,172	0,034		
Totale	7	0,679			

	<i>Coefficienti</i>	<i>Errore standard</i>	<i>Stat t</i>	<i>Valore di significatività</i>
Intercetta	0,51	0,111	4,603	0,006
D/E	0,76	0,211	3,625	0,015
Dummy Land	-0,24	0,137	-1,780	0,135

<sup>19</sup> La significatività della dummy Land Owner (13,5%) è da considerarsi accettabile tenuto conto del numero contenuto di osservazioni e del fatto che la relazione si fonda sull'analisi fondamentale.

I coefficienti  $\beta_u$  e  $\delta_{Land\ Owner}$  risultano rispettivamente pari a 0,51 e -0,24 e restituiscono le seguenti misure di *beta unlevered*:

- *beta unlevered* Azienda Agricola di Servizi =  $\beta_u = 0,51$ ;
- *beta unlevered Land Owner* =  $\beta_u + \delta_{Land\ Owner} = 0,51 - 0,24 = 0,27$ .

La tabella 3.2.9 riporta il calcolo del costo del capitale *unlevered* del *Land Owner* e dell'Azienda Agricola di Servizi, che risultano rispettivamente pari all'1,96% e al 4,29% (si ricorda come il tasso di sconto per il *Land Owner* debba essere espresso in forma di tasso reale, mentre quello dell'Azienda Agricola di Servizi debba essere mantenuto in termini nominali).

**Tabella 3.2.9: Costo del capitale *unlevered* del *Land Owner* e dell'Azienda Agricola di Servizi**

	$K_{LO}$	$K_{AAS}$
Risk Free 10Y IT (a)	1,48%	1,48%
Inflazione Attesa LT (b)	1,00%	1,00%
Risk Free 10Y IT - Reale [c = (1+a)/(1+b)-1]	0,48%	0,48%
Beta Land Owner (d)	0,27	0,51
ERP (e)	5,50%	5,50%
<b>K Nominale [f = a + d x e]</b>	2,97%	<b>4,29%</b>
<b>K Reale [g = c + d x e]</b>	<b>1,96%</b>	3,28%
<i>K Reale Pre-tax [h = g / (1 - 24%)]</i>	2,58%	-

Infine è opportuno calcolare la misura di costo del capitale per l'Azienda Agricola che assomma in sé tanto l'attività LO quanto l'attività AAS. A tal fine i beta del *Land Owner* e dell'Azienda Agricola di Servizi sono stati ponderati sulla base dei rispettivi *NOPAT Adjusted* 2019 dei due business di Bonifiche Ferraresi (descritti in seguito al § 4.1). Si ricava che il beta dell'Azienda Agricola sarebbe pari a 0,31 lievemente superiore rispetto al beta grezzo di Bonifiche Ferraresi (pari a 0,27), ma perfettamente allineato alla sua media storica di lungo periodo (0,31).

**Tabella 3.2.10: Calcolo del coefficiente beta dell'Azienda Agricola**

	$NOPAT_{2019}$	w	$Beta_{Unl}$
Attività Agricola di Servizi	504	14,73%	0,51
Proprietà Fondiaria + SA	2'916	85,27%	0,27
<b>Media Ponderata</b>	3'420	100,00%	<b>0,31</b>

La tabella 3.2.11 riporta il costo del capitale *unlevered* dell'Azienda Agricola (espresso in misura reale) pari al 2,16%.

---

**Tabella 3.2.11: Costo del capitale *unlevered* dell'Azienda Agricola**

	$K_{AA} = LO + AAS$
Risk Free 10Y IT (a)	1,48%
Inflazione Attesa LT (b)	1,00%
Risk Free 10Y IT - Reale [ $c = (1+a)/(1+b)-1$ ]	0,48%
Beta Land Owner (d)	0,31
ERP (e)	5,50%
<b>K Nominale [<math>f = a + d \times e</math>]</b>	<b>3,16%</b>
<b>K Reale [<math>g = c + d \times e</math>]</b>	<b>2,16%</b>



Cost (or Asset) approach: il criterio patrimoniale semplice

Il criterio patrimoniale semplice desume il valore d'impresa per differenza fra il valore corrente delle attività ed il valore corrente delle passività.

Nel caso in cui la Società oggetto di valutazione abbia una importante dotazione di beni il cui valore è in larga parte indipendente dalla capacità dell'azienda di estrarne una adeguata remunerazione, il criterio patrimoniale semplice costituisce un criterio di stima del valore intrinseco complementare ai criteri fondati sull' *income approach*, in quanto il risultato della valutazione prescinde dal piano aziendale. Naturalmente prescindere dal piano aziendale, mentre costituisce un vantaggio in un'ottica di complementarità di criteri, comporta lo svantaggio di assumere implicitamente che l'attività agricola di servizi non sia in grado di generare avviamento, cosicché il suo valore coincida con la somma del valore corrente dei singoli cespiti di cui essa fa uso. E' un'ipotesi molto forte, ma prudente, che comporta che il risultato del criterio patrimoniale semplice non possa costituire da solo un criterio di stima del valore intrinseco, ma debba essere mediato con il risultato dell'*income approach*. In breve l'utilizzo del criterio patrimoniale semplice è dettato dalla peculiare finalità di questa valutazione (a fini di conferimento) che deve essere ispirata ad una logica di prudenza e quindi deve far uso anche di criteri di valutazione che prescindano dal piano aziendale.

La valutazione delle proprietà fondiariae ed immobiliari al 31.12.2016 è stata affidata da BF ad un terzo esperto, che ha assunto come configurazione di valore dei terreni e dei fabbricati il valore di mercato. Le attività svolte dallo scrivente nell'uso dei valori stimati dall'esperto hanno riguardato:

- a) una verifica di ragionevolezza delle stime compiute dall'esperto e
- b) la stima del valore corrente delle passività fiscali connesse ai plusvalori latenti dei terreni e fabbricati.

Con riguardo al punto sub a) lo scrivente ha avuto accesso, tramite BF, ai prezzi di un elenco di transazioni realizzate dal 2012 nella provincia di Ferrara ed aventi ad oggetto terreni comparabili ai terreni di Bonifiche Ferraresi. Per quanto si tratti di transazioni aventi per oggetto singoli appezzamenti di contenuta dimensione (in luogo di un portafoglio di terreni concentrati in un'unica area), i prezzi di riferimento risultano significativamente superiori ai valori medi di perizia dei terreni comparabili. Inoltre si segnala che gli amministratori di BF Holding, fra gli altri criteri, hanno fatto uso anche dei prezzi di tali transazioni per stimare il prezzo di BF assunto nel rapporto di scambio dell'OPASc.

Con riguardo al punto sub b) lo scrivente, pur consapevole che l'attuale strategia di BF è indirizzata ad accrescere l'estensione fondiaria e non certo a ridurla e che quindi le

passività fiscali potrebbero anche non manifestarsi mai, prudentemente ha calcolato il saggio medio annuo storico di dismissione del patrimonio immobiliare (terreni + fabbricati) di BF e di qui ha stimato il numero di anni necessario al completo smobilizzo (*run off*) del patrimonio immobiliare. Sulla base del periodo di *run off* il valore corrente delle passività fiscali è stato posto pari al valore attuale degli oneri fiscali attesi calcolato sulla base del costo del capitale del LO (cfr. tabella 3.2.9).

## IV. L'APPLICAZIONE DEI CRITERI

### 4.1 Il criterio per Somma di Parti (SoP)

Il criterio per Somma di Parti muove dall'identificazione del flusso di cassa *unlevered* dell'Azienda Agricola di Servizi. Muovendo dai dati di piano 2015-2019 di Bonifiche Ferraresi, si è proceduto per *steps*:

1. esclusione del risultato del business immobiliare (IAS 40), in quanto costituisce un *surplus asset*;
2. aggiustamento dei flussi di piano in relazione agli scostamenti rilevati a consuntivo nel 2016 rispetto al *budget*;
3. stima dell'affitto figurativo che l'Azienda Agricola di Servizi dovrebbe corrispondere al *Land Owner* titolare della Proprietà Fondiaria;
4. stima degli investimenti nel valore terminale;
5. aggiustamenti ai flussi di cassa di piano del 2017, in relazione ai saldi di consuntivo al 31.12.2016 delle poste patrimoniali diversi dai preconsuntivi utilizzati in sede di formulazione del piano.

Di seguito sono trattate le tematiche più rilevanti.

#### Aggiustamenti legati agli scostamenti registrati a consuntivo.

I criteri basati sull'*income approach* si fondano sui flussi di piano della Società, dopo aver verificato:

- a) che tali flussi costituiscano flussi medi attesi;
- b) la capacità della Società di realizzare il piano.

La prima analisi è volta a verificare che i flussi di piano siano flussi medi attesi in senso probabilistico e non semplicemente i risultati più probabili (che possono essere significativamente diversi dai risultati medi attesi). Concretamente si tratta di verificare che esistano margini di miglioramento dei risultati di piano tali da compensare, sotto il profilo quantitativo e probabilistico (sia per entità che per probabilità di manifestazione) i peggioramenti possibili degli stessi risultati. A tal proposito lo scrivente, attraverso interviste al management, ha verificato l'esistenza di possibili miglioramenti dei risultati di piano connessi ad iniziative non inserite nella previsione. A titolo esemplificativo: a) il *know-how* maturato dal management della Società nello sviluppo di attività agricole ad elevata intensità tecnologica (c.d. *Precision Farming*) ha aperto alla Società apprezzabili prospettive nella consulenza a favore di altre Società agricole; b) gli impianti di trattamento del risone costituiscono un'opportunità per la Società in termini di lavorazione di prodotto per conto terzi. La presenza di fattori di *upside* non inclusi nel piano e non

correlati ad altre iniziative presenti nel piano (ad esempio il progetto zootecnico non ha influenza sulla capacità degli impianti di riso di trattare materia prima di terzi) permette di ritenere che il piano rifletta risultati medi attesi.

La seconda analisi è legata all'efficacia del processo previsionale. In concreto si tratta di rilevare l'eventuale presenza di scostamenti negativi fra i risultati attesi impliciti nel budget dell'anno precedente (2016) ed i risultati a consuntivo, espressi al netto di componenti non ricorrenti. Tali scostamenti costituiscono sotto il profilo tecnico errori di previsione del recente passato di cui occorre tener conto nell'apprezzamento dei flussi prospettici formulati dalla Società, trascinando tali scostamenti negativi negli anni di piano.

Prima di entrare nel merito dell'analisi di scostamento è opportuno definire la base informativa su cui si fonda l'analisi di scostamento.

Bonifiche Ferraresi ha formulato il piano pluriennale 2015-2019 nel Maggio del 2015. Nel corso del mese di Dicembre 2015 la Società ha approvato il Budget 2016, che ha recepito un aggiustamento al rialzo dei flussi attesi ( $EBITDA_{Budget\_2016} = 5,06$  milioni di euro vs  $EBITDA_{Piano\_2016} = 4,67$  milioni di euro) dovuto ad una variazione nel mix delle componenti di risultato, il cui saldo netto si è tradotto in un incremento di EBITDA atteso. In particolare il budget recepiva un ritardo nello sviluppo del progetto zootecnico ( $EBITDA_{Zootecnia\_Budget\_2016} = 0,18$  milioni di euro vs  $EBITDA_{Zootecnia\_Piano\_2016} = 2,17$  milioni di euro), più che compensato da migliori risultati attesi sull'attività agricola e da minori costi esterni per consulenze.

La Società ha fornito allo scrivente l'analisi di scostamento tra dati di *budget* 2016 e dati di consuntivo al 31.12.2016 sulla base di una versione del *budget* 2016 che esclude i risultati della Zootecnia. Tale scelta, qui condivisa, si fonda sulle seguenti considerazioni:

- il *budget* 2016 ha recepito, con largo anticipo (12 mesi) lo slittamento dell'avvio operativo del progetto zootecnico<sup>20</sup>;
- altre attività (*upside* di piano) hanno consentito di più che compensare il ritardo nel progetto zootecnico: l'EBITDA 2016 di budget risulta infatti superiore rispetto all'EBITDA 2016 del piano precedente di circa 400mila euro;
- il contributo del progetto zootecnico al budget 2016 (EBITDA pari a 180mila euro) è inferiore rispetto alla revisione al rialzo del Budget 2016 rispetto al piano 2016 (400mila euro): in tal senso, un ulteriore ritardo (poi effettivamente verificatosi) del progetto zootecnico non avrebbe comunque minato la realizzazione del risultato atteso nel piano 2016;

---

<sup>20</sup> Nel Febbraio 2017 l'area dedicata alla zootecnia è stata ultimata e l'attività zootecnica entrerà a regime a partire da marzo 2017.

- l'ipotesi che il progetto zootecnico potesse essere avviato già nel quarto trimestre 2016 è definitivamente tramontata a valle di ritardi tecnici nel processo di investimento.

Ai fini dell'analisi di scostamento è necessario depurare i risultati di consuntivo dalle voci di risultato transitorie (non ricorrenti, né ripetibili) non previste a budget. Si tratta essenzialmente di voci straordinarie di competenza economica del precedente esercizio e degli oneri legati ad MBO (che, come accennato in precedenza, sono esclusi dai flussi di piano e di budget). La tabella 4.1.1 riporta sinteticamente la rettifica all'EBITDA di consuntivo al 31.12.2016 ed il confronto con il Budget 2016 ex Zootecnica, evidenziando uno scostamento negativo nel consuntivo rispetto alla previsione del 3,19%. Tale scostamento è stato prudentemente applicato agli EBITDA di tutti gli anni di piano (2017-2019).

**Tabella 4.1.1: Scostamento tra Budget 2016 e risultati di consuntivo al 31.12.2016**

<i>Valori in Euro Migliaia</i>	
EBITDA Budget 2016 (senza zootecnica)	4'885
EBITDA Actual 2016	4'235
- Scostamenti non recurring	
MBO	294
Credito IVA	100
Costi di competenza 2015	100
EBITDA Actual 2016 - Adjusted for non recurring	4'729
<b>Scostamento a consuntivo</b>	<b>-3,19%</b>

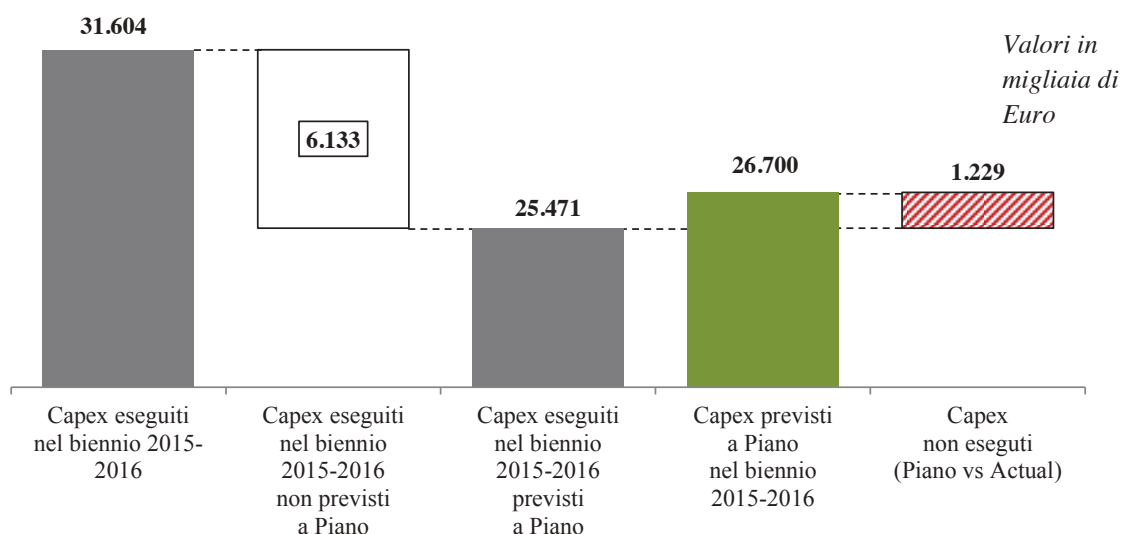
Si ritiene comunque opportuno sottolineare che il piano originario, prima della revisione al rialzo assunta nel Budget 2016, proiettasse un EBITDA 2016 inferiore rispetto al risultato di consuntivo (4,67 vs 4,73 milioni di euro). Tale evidenza conferma come la proiezione dello scostamento tra budget e consuntivo 2016 lungo l'arco piano costituisca una prudenza.

Infine la Società ha predisposto un prospetto di riconciliazione degli investimenti realizzati rispetto agli investimenti previsti a piano (ex Leopoldine), da cui emerge che i maggiori investimenti realizzati rispetto al piano sono relativi da un lato ad attività originariamente non previste e dall'altro ad adeguamenti normativi. Emerge che degli investimenti che la Società avrebbe dovuto realizzare nel biennio 2015-2016 sono ancora da realizzare investimenti per un controvalore di 1,3 milioni di euro (Tabella 4.1.2). Come si vedrà in seguito, si è ipotizzato che il ritardo negli investimenti sia recuperato entro il 2019.

**Tabella 4.1.2: Calcolo degli investimenti previsti ma non ancora realizzati al 31.12.2016**

*Valori in Euro*

	2015	2016	Totale
CAPEX di Piano (a)	20'852'000	5'847'500	26'699'500
CAPEX Eseguiti (b)	12'300'000	19'304'000	31'604'000
Eccesso Capex [c = b - a]			4'904'500
CAPEX eseguiti ma non previsti a piano (d)			6'133'000
CAPEX 2015-2016 non eseguiti ma da realizzare in arco piano [e = d - c]			1'228'500



Tenuto conto che la Società non ha modificato il piano pluriennale ed il piano investimenti è arrivato ad uno stato di avanzamento pari all'80% (Tabella 4.1.3), non si è ritenuto opportuno praticare alcun ulteriore correttivo ai *capex* nel periodo di piano oltre al già citato recupero degli investimenti del 2016.

**Tabella 4.1.3: Analisi dello stato di avanzamento del piano di investimenti**

*Valori in Euro*

Capex di piano cumulati 2015-2019 (a)	31'837'848
Capex di piano cumulati 2015-2016 (b)	26'699'500
Capex non eseguiti (c)	1'228'500
Capex 2015-2016 eseguiti [d = b - c]	25'471'000
Stato di avanzamento del Piano Investimenti [e = d / a]	80,00%

La quantificazione dell'affitto figurativo che l'Azienda Agricola di Servizi dovrebbe corrispondere al *Land Owner* titolare della Proprietà Fondiaria

Il canone di affitto figurativo dei terreni deve essere desunto da dati di mercato e riconciliato con il valore di mercato dei terreni stimato dall'esperto incaricato, in quanto il valore attuale dei canoni deve corrispondere in equilibrio al valore dei terreni.

Al fine di stimare il canone di locazione dei terreni di Bonifiche Ferraresi, lo scrivente ha ottenuto dalla Società i dati relativi a contratti di locazione tra soggetti terzi indipendenti di terreni agricoli nella provincia di Ferrara, aventi caratteristiche compatibili con i terreni di Bonifiche Ferraresi. L'elenco delle transazioni, presentato in forma anonima, è riportato in allegato 2.

Il canone annuo medio per ettaro è pari a 701 euro. Sulla base di una superficie agricola di proprietà di Bonifiche Ferraresi nella provincia di Ferrara pari a 4'114 ettari, si ottiene un canone annuale pari a circa 2,9 milioni di euro, che corrisponde, sulla base del valore dei terreni stimato dall'Esperto Indipendente al 31.12.2016, ad uno *yield* del 2,58% (tabella 4.1.4). Poiché il valore attuale di un flusso perpetuo costante di canoni (*pre tax*) dovrebbe corrispondere al valore corrente dei terreni, lo *yield* così ottenuto esprime anche il costo del capitale (reale) *pre tax* al quale andrebbero capitalizzati i canoni. Pertanto verificando la coincidenza fra lo *yield* ed il costo del capitale calcolato in precedenza con riferimento al *Land Owner* implicitamente si verifica anche la coerenza fra la stima dei canoni e la stima del valore dei terreni. La tabella 3.2.9 riporta il calcolo del costo del capitale (reale) del *Land Owner pre tax* mostrando che esso è perfettamente allineato allo *yield* del 2,58%.

Assolta questa verifica è stato applicato lo *yield* del 2,58% ai restanti terreni di Bonifiche Ferraresi ottenendo un canone complessivo pari a circa 3,7 milioni di euro.

**Tabella 4.1.4: Calcolo del canone figurativo per l'utilizzo dei terreni di Bonifiche Ferraresi**

<i>Valori in euro; superfici espresse in ettari</i>	
Canone medio annuo €/ha in provincia di Ferrara nel 2016 (a)	701
Superficie Agricola BF in provincia di Ferrara (b)	4'114
Canone Terreni BF in Emilia Romagna (c = a x b)	2'883'957
Valore Terreni in Emilia Romagna [Stima IPI al 31.12.2016] (d)	111'829'500
<i>yield</i> (e = c / d)	2,58%
Valore Terreni in Toscana [Stima IPI al 31.12.2016] (f)	33'039'464
Canone Terreni BF in Toscana (g = e x f)	852'051
<b>Canone Terreni Agricoli BF (h = c + g)</b>	<b>3'736'008</b>

La tabella 4.1.5 riporta la verifica dell'allineamento fra capitalizzazione del canone figurativo di affitto ed il valore corrente dei terreni sulla base di canoni netti di imposta e del costo del capitale del *Land Owner* netto di imposta. Tale riconciliazione garantisce che il valore della *Land Owner company*, desunto per capitalizzazione del canone figurativo di affitto defiscalizzato, sia pari al valore corrente dei terreni utilizzato nel modello SOTP.

**Tabella 4.1.5: Verifica dell'allineamento fra capitalizzazione del canone figurativo di affitto e valore corrente dei terreni**

<i>Valori in euro</i>	
<u>EBIT Land Owner = Canone d'affitto</u>	<u>3'719'809</u>
- Imposte figurative	-892'754
<b>UCF<sup>LO</sup></b>	<b>2'827'055</b>
K Reale	1,96%
W Terreni inclusi nella Proprietà Fondiaria	144'237'494

Al fine di confortare la quantificazione del canone di affitto fondata sui valori di perizia di Bonifiche Ferraresi si è proceduto ad effettuare due *sanity check*:

- i. il primo *sanity check* consiste nella verifica dello *yield* utilizzato dall'esperto (Praxi) incaricato di stimare il canone di affitto dei terreni acquisiti in locazione da Bonifiche Sarde, Società <sup>21</sup> acquisita da Bonifiche Ferraresi Praxi adotta un tasso di rendimento compreso tra il 2,00% ed il 2,50% per la quantificazione del canone di locazione dei terreni, *yield* che risulta coerente con il 2,58% determinato complessivamente per i terreni di Bonifiche Ferraresi, considerate anche le diverse caratteristiche dei terreni oggetto di locazione;
- ii. il secondo *sanity check* si fonda sui dati (prezzi medi dei terreni per tipologia e provincia e relativi canoni di locazione) pubblicati nell'Annuario dell'Agricoltura Italiana 2014<sup>22</sup>: poiché tuttavia in questo caso la pubblicazione fa riferimento al 2014, è necessario aggiornare lo *yield* 2014. Muovendo dall'identità fra *yield* e costo del capitale, si è proceduto all'aggiornamento dello *yield* 2014 sulla base della variazione di tasso *risk free* reale italiano tra il 31.12.2014 ed il 31.12.2016, ottenendo *yield* 2016 compresi tra il 2,02% ed il 2,82% (Tabella 4.1.6). Lo *yield* del 2,58% implicito nel canone figurativo pari a 3,7 milioni di euro risulta quindi

<sup>21</sup> L'acquisizione è avvenuta successivamente rispetto alla data di riferimento della valutazione, ma in data antecedente la presente relazione. Poiché la perizia di stima del canone di locazione è datata Maggio 2016 la stessa risulta rappresentativa ai fini della presente stima.

<sup>22</sup> Il documento, nonostante faccia riferimento all'anno 2014, risulta essere la più aggiornata pubblicazione dei canoni di locazione e dei prezzi dei terreni agricoli in Italia. Il documento, datato 2015, è stato pubblicato il 16 Febbraio 2016 (<http://www.crea.gov.it/annuario-dellagricoltura-italiana-2014>).



compreso nel *range* di canoni stimati per terreni comparabili sulla base di informazioni pubbliche di settore.

**Tabella 4.1.6: *Sanity Check* del canone figurativo di locazione dei terreni di Bonifiche Ferraresi sulla base delle informazioni contenute nell'Annuario dell'Agricoltura Italiana 2014**

Tipologia di terreno: Località: provincia di Ferrara	Misto-Orticolo			Seminativi e colture Industriali		
	Min	Avg.	Max	Min	Avg.	Max
Prezzo <sup>1</sup>	25'000	30'000	35'000	20'000	25'000	30'000
Canone <sup>1</sup>	800	1'050	1'300	750	975	1'200
<b>Yield 2014</b>	3,20%	<b>3,50%</b>	3,71%	3,75%	<b>3,90%</b>	4,00%
Risk Free IT 10Y al 31.12.2014	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%	2,89%
Inflazione media attesa WEO (LT = Avg. +5Y) al 31.12.2014	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%	1,22%
Tasso Risk Free Reale al 31.12.2014	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%	1,65%
Risk Free IT 10Y al 31.12.2016	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%
Inflazione media attesa WEO (LT = Avg. +5Y) al 31.12.2016	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Tasso Risk Free Reale al 31.12.2016	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%	0,48%
Δ Tasso Risk Free Reale	-1,18%	-1,18%	-1,18%	-1,18%	-1,18%	-1,18%
Yield stimato 2016	2,02%	2,32%	2,54%	2,57%	2,72%	2,82%
Valore Corrente Terreni	144'237'494					
<b>Canone Terreni Agricoli</b>	2'920'204	<b>3'352'917</b>	3'661'997	3'713'511	<b>3'929'867</b>	4'074'104

<sup>1</sup> Fonte: "Annuario dell'agricoltura italiana 2014", CREA 2015

### Stima degli investimenti nel valore terminale

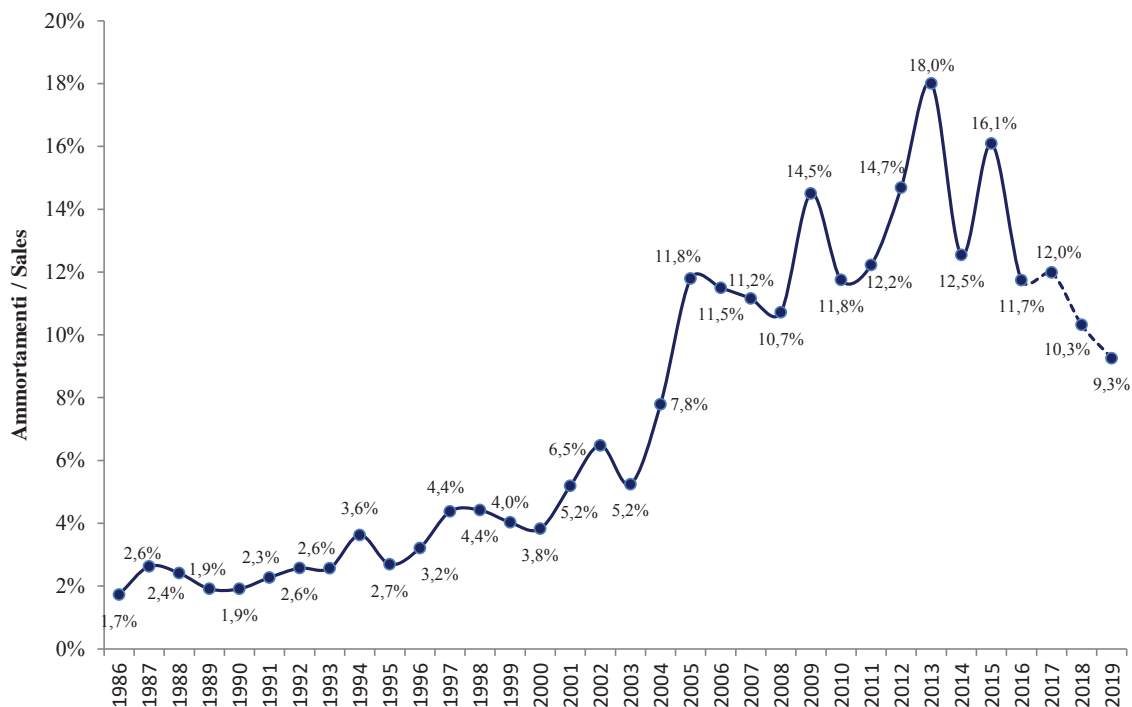
Bonifiche Ferraresi ha avviato dal 2015 un ciclo di investimenti “non ordinari” in larga parte già realizzati nel 2016 ma con una “coda” nel biennio successivo (2017-2018) destinata ad esaurirsi già nel 2019. Sotto il profilo economico il ciclo di investimenti non ordinari comporta un ciclo di ammortamenti superiore al livello ordinario. Basti rilevare che a fronte di *capex* previsti pari a zero nel 2019, il livello di ammortamenti cresce significativamente nell’arco di piano, sino a giungere ad un livello, al 2019, pari a 3,9 milioni di euro (ciò mentre gli ammortamenti nel primo anno ante ciclo di investimenti straordinario – 2014 – erano pari a 1,28 milioni di euro), si tratta tuttavia di un incremento temporaneo destinato a riassorbirsi nel tempo.. La semplice analisi della dinamica del rapporto ammortamenti/ricavi di Bonifiche Ferraresi evidenzia un significativo incremento del coefficiente nel periodo di concentrazione degli investimenti con una progressiva riduzione verso il termine del periodo di piano destinata a continuare anche negli anni successivi sino ad una normalizzazione (Grafico 4.1.7).

Sotto il profilo valutativo si pone quindi il problema di stimare gli investimenti normali da proiettare nella stima del valore terminale che, per le ragioni già rilevate, non possono coincidere con gli ammortamenti dell’ultimo anno di previsione esplicita (2019).

Il processo di normalizzazione del *capex* di mantenimento ha richiesto: dapprima, l'approfondimento con il management della Società delle caratteristiche degli investimenti realizzati ed ancora da realizzare nell'arco di piano e le sottostanti stime di ammortamento; secondariamente, la verifica dell'intensità di investimenti sui ricavi di Società comparabili sia domestiche che estere.

Con riguardo alla natura degli investimenti va rilevato che le voci principali riguardano nuovi fabbricati industriali e la realizzazione di canalizzazioni sotterranee per l'irrigazione dei terreni che non risultano quindi ripetibili in futuro ed i cui costi di manutenzione sono già inclusi tra gli oneri operativi. Quanto agli ammortamenti va rilevato che essi non distinguono per i fabbricati industriali, tra ammortamento delle strutture ed ammortamento degli impianti o delle finiture, con l'effetto che la vita economica di buona parte dei cespiti risulta superiore rispetto alla vita contabile. Inoltre il progetto di rinnovo tecnologico *Precision Farming* ha richiesto una sostituzione del parco macchine agricole anticipato rispetto alla vita economica delle macchine esistenti, destinato a non ripetersi nel futuro. Lo stesso è accaduto ai restanti impianti e attrezzature, destinati ad una obsolescenza tecnica ben inferiore alle aliquote di ammortamento standard.

**Grafico 4.1.7: Dinamica del rapporto tra ammortamenti e fatturato di Bonifiche Ferraresi**



Ciò premesso, si è proceduto a stimare il livello normale di investimenti di mantenimento tramite analisi di Società comparabili.

L'analisi muove dal rapporto tra ammortamenti e fatturato delle Società comparabili. La scelta degli ammortamenti, in luogo degli investimenti, è legata al fatto che tra gli investimenti sono inclusi gli acquisiti di terreni e talvolta di rami d'azienda, per cui il dato risulterebbe poco significativo, anche se osservato lungo un orizzonte pluriennale. Al contrario, la misura di ammortamenti, per quanto possa temporaneamente risultare influenzata da picchi negli investimenti (coincidente con un ciclo di rinnovo dei cespiti), nel lungo termine costituisce certamente un parametro di riferimento più robusto.

Per quanto riguarda le Società estere analizzate, si tratta delle stesse Società già identificate ai fini della stima del coefficiente beta. La tabella 4.1.8 riporta il rapporto tra ammortamenti e fatturato (sales) delle principali Società comparabili lungo un orizzonte di trent'anni (1986-2015)<sup>23</sup>.

**Tabella 4.1.8: Rapporto Ammortamento/Sales di Società quotate comparabili**

	Adecoagro SA	Alico, Inc.	Black Earth Farming Ltd.	ForFarmers NV	Limoneira Co.	Raisio Oyj	Wynstay Group Plc	Anglo-Eastern Plantations Plc	Mediana	Media
Anno	AGRO-US	ALCO-US	BEF-SE	FFARM-NL	LMNR-US	RAIVV-FI	WYN-GB	AEP-GB		
2015	10,5%	9,6%	9,5%	0,9%	4,1%	2,4%	0,7%	6,3%	5,2%	5,5%
2014	12,3%	8,9%	12,9%	0,8%	3,3%	2,7%	0,6%	2,7%	3,0%	5,5%
2013	10,7%		13,9%	0,7%	2,8%	2,5%	0,6%	3,2%	2,8%	4,9%
2012	8,9%	6,6%	12,9%	0,3%	3,2%	2,5%	0,7%	2,6%	2,9%	4,7%
2011	6,2%	7,4%	20,6%		4,2%	2,7%	0,7%	2,0%	4,2%	6,3%
2010	8,7%	9,0%	25,3%		4,3%	2,9%	0,9%	4,8%	4,8%	8,0%
2009	9,6%	8,4%	17,0%		6,6%	3,3%	0,9%	3,4%	6,6%	7,0%
2008	11,5%	7,1%	26,2%		6,2%	3,0%	0,6%	2,8%	6,2%	8,2%
2007	6,4%	6,5%	40,9%		6,6%	3,6%	0,8%	3,3%	6,4%	9,7%
2006		11,1%	132,7%			4,8%	1,0%	4,5%	4,8%	30,8%
2005		12,5%				4,8%	1,0%	5,0%	4,9%	5,8%
2004		12,5%				5,0%	1,0%	4,4%	4,7%	5,7%
2003		13,9%				6,1%	1,2%	5,1%	5,6%	6,6%
2002		14,2%				5,9%	1,0%	7,7%	6,8%	7,2%
2001		12,7%				5,8%	1,1%	12,4%	9,1%	8,0%
2000		11,2%				6,4%	1,2%	12,7%	8,8%	7,8%
1999		13,7%					1,6%	9,7%	9,7%	8,3%
1998		11,0%						8,0%	9,5%	9,5%
1997		9,2%						7,3%	8,2%	8,2%
1996		11,8%						7,1%	9,5%	9,5%
1995		10,9%						5,0%	7,9%	7,9%
1994		10,4%						5,5%	7,9%	7,9%
1993		13,8%						9,4%	11,6%	11,6%
1992		11,1%						12,6%	11,9%	11,9%
1991		13,6%						13,9%	13,7%	13,7%
1990		12,3%						13,8%	12,3%	10,3%
1989		7,9%						11,5%	7,9%	7,9%
1988		8,3%						9,1%	8,3%	7,0%
1987		7,1%							5,2%	5,2%
1986		7,4%							5,4%	5,4%
Mediana	9,6%	10,9%	18,8%	0,8%	4,2%	3,6%	0,9%	5,9%	5,0%	4,6%
Media	9,4%	10,3%	31,2%	0,7%	4,6%	4,0%	0,9%	7,0%	5,8%	5,2%

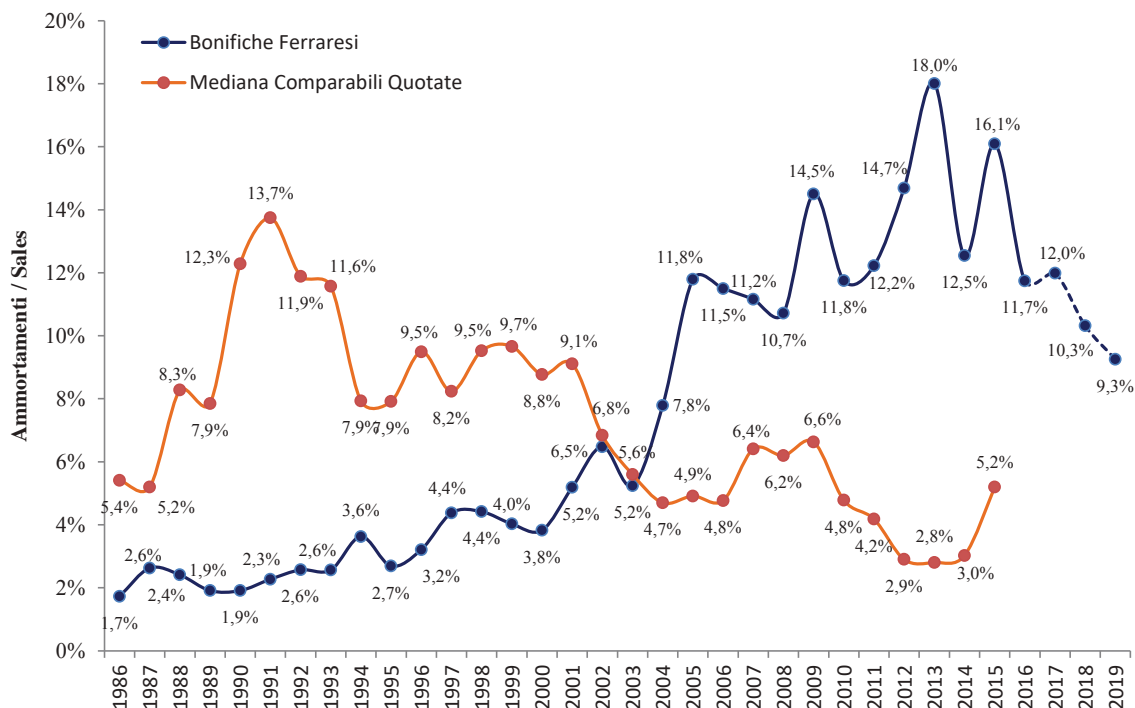
<sup>23</sup> L'utilizzo di una tale estensione temporale di analisi è stato possibile grazie all'utilizzo di informazioni disponibili presso *dataprovider* (Factset).

Il rapporto medio e mediano (analisi *cross section*) ammortamenti/sales risulta al 2015 rispettivamente pari al 5,5% ed al 5,2%. Il rapporto mediano e medio storico di lungo periodo (calcolato in *time series* per ciascuna Società comparabile) è invece pari rispettivamente al 5,8% ed al 5,0%. La dinamica del rapporto mediano nel tempo a confronto con lo stesso rapporto calcolato per BF è riportata nel grafico 4.1.9. Sulla base di tali parametri i *capex* di mantenimento da priettare nel lungo termine ragionevolmente dovrebbero corrispondere al 6% delle *sales*.

Le Società quotate comparabili analizzate fanno esclusivo riferimento ad operatori internazionali. Per verificare che anche a livello nazionale, imprese di dimensione comparabile, manifestassero parametri non dissimili, si è proceduto al censimento delle Società agricole italiane di maggiori dimensioni (superficie agricola superiore a duemila ettari) per le quali fossero disponibili dati di bilancio. Si tratta complessivamente di 7 operatori che assumono la veste giuridica di Società di capitali (le rimanenti entità sono Società semplici o controllate da enti pubblici non organizzati sotto forma di Società di capitali, i cui bilanci non sono pubblicamente disponibili nonostante operino su estensioni fondiarie di grande dimensione).

All'interno di tale campione è stata verificata la coerenza tra l'attività agricola sviluppata dalle Società comparabili e l'attività di Bonifiche Ferraresi. Da tale analisi è emerso che alcune delle Società Italiane con maggiore estensione agricola si occupano della coltivazione della vite per la produzione vitivinicola. Tale produzione richiede un livello di investimenti non comparabile con la mera attività agricola (seminativi) o zootecnica. Poiché le Società vitivinicole sono strutturalmente differenti rispetto a Bonifiche Ferraresi quanto a livello di investimenti di mantenimento necessari, si è proceduto alla loro esclusione.

**Grafico 4.1.9: Dinamica del rapporto mediano Ammortamento/Sales di Società quotate comparabili**



La tabella 4.1.10 riporta il rapporto ammortamenti/sales per le Società italiane considerate (esclusi gli operatori vitivinicoli) che è pari al 6% al 2015. Tale rapporto risulta peraltro sostanzialmente costante nel corso degli ultimi cinque anni.

Alla luce di tali evidenze si è optato per l'utilizzo di un rapporto ammortamenti/sales pari al 6% ai fini della stima del *capex* di mantenimento nel valore terminale. Poiché in uscita di piano i ricavi sono pari a circa 42 milioni di euro, tale parametro conduce ad una stima di *capex* di mantenimento oltre il periodo di previsione esplicita pari a 2,5 milioni di euro.

Al fine di fornire un ultimo controllo sulla ragionevolezza di tale stima, la tabella 4.1.11 riporta il censimento degli investimenti realizzati da Bonifiche Ferraresi, espressi a valori correnti (dati di fonte *Factset*; inflazione storica di fonte IMF). Il *capex* medio storico a prezzi correnti è pari a 1,8 milioni di euro. Pertanto il *capex* di mantenimento proiettato nel valore terminale risulta superiore del 39% ( $=2,5/1,8-1$ ). Un incremento ragionevole considerato il ciclo di investimenti non ordinari di modernizzazione dell'attività agricola e di introduzione dell'attività zootecnica.

**Tabella 4.1.10: Rapporto Ammortamento/Sales di Società Italiane comparabili**

Nome Società	Provincia	P.IVA	SAU	
			indicativa *	Vino
Macarrese S.p.A.	RM	01145170583	3200	SI
Le due Valli S.r.l.	FE	01483910392	2300	NO
C.A.B. TER.RA.	RA	00081960395	2500	NO
Sorgeva soc. coop.	FE	00195870381	3000	NO
Società Agricola Vitivinicola Italiana a r.l.	RM	07326481004	3500	SI
Genagricola S.p.A.	TS	00117120329	5000	SI
Società Agricola Fratelli Visentini S.r.l.	FE	01710680388	3500	NO

\* Il dato è puramente indicativo e non è stato oggetto di verifica

Valori in Euro migliaia

<b>Ammortamenti</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Macarrese S.p.A.	1'784	1'893	2'017	2'015	2'115
Le due Valli S.r.l.	458	460	449	448	440
C.A.B. TER.RA.	641	619	556	574	596
Sorgeva soc. coop.	680	686	622	454	434
Società Agricola Vitivinicola Italiana a r.l.	551	553	553	593	478
Genagricola S.p.A.	2'773	3'217	3'614	4'076	4'100
Società Agricola Fratelli Visentini S.r.l.	518	572	590	585	499
<b>Ricavi = Ricavi delle vendite + Altri Ricavi</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Macarrese S.p.A.	9'872	11'049	11'935	12'319	12'821
Le due Valli S.r.l.	14'484	13'683	14'162	14'830	15'504
C.A.B. TER.RA.	4'998	5'223	5'290	4'719	4'661
Sorgeva soc. coop.	7'325	9'432	8'626	9'234	8'747
Società Agricola Vitivinicola Italiana a r.l.	7'366	7'278	6'797	6'362	6'721
Genagricola S.p.A.	37'022	38'219	39'208	34'722	38'089
Società Agricola Fratelli Visentini S.r.l.	17'934	19'746	17'587	18'332	14'139
<b>Ammortamenti / Ricavi</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Macarrese S.p.A.	18,1%	17,1%	16,9%	16,4%	16,5%
Le due Valli S.r.l.	3,2%	3,4%	3,2%	3,0%	2,8%
C.A.B. TER.RA.	12,8%	11,9%	10,5%	12,2%	12,8%
Sorgeva soc. coop.	9,3%	7,3%	7,2%	4,9%	5,0%
Società Agricola Vitivinicola Italiana a r.l.	7,5%	7,6%	8,1%	9,3%	7,1%
Genagricola S.p.A.	7,5%	8,4%	9,2%	11,7%	10,8%
Società Agricola Fratelli Visentini S.r.l.	2,9%	2,9%	3,4%	3,2%	3,5%
<b>Mediana</b>	7,5%	7,6%	8,1%	9,3%	<b>7,1%</b>
<b>Media</b>	8,7%	8,4%	8,4%	8,7%	<b>8,4%</b>
<b>Media (ex Vinicole)</b>	7,0%	6,3%	6,1%	5,8%	<b>6,0%</b>

**Tabella 4.1.11: Calcolo del livello di investimenti medi storici di Bonifiche Ferraresi dal 1987 al 2015<sup>24</sup>**

Valori in Eur mln

Anno	Capex di bilancio	Inflazione	Capitalization Factor	Capex a prezzi correnti
	<i>a</i>	<i>b</i>	$c = \Pi(1+b) - 1$	$d = a \times c$
1987	420	5,10%	2,31	969
1988	377	6,26%	2,19	828
1989	285	9,31%	2,06	588
1990	445	5,69%	1,89	841
1991	777	4,65%	1,79	1'388
1992	478	4,44%	1,71	816
1993	377	4,03%	1,64	617
1994	581	5,71%	1,57	913
1995	1'005	2,86%	1,49	1'494
1996	773	1,73%	1,45	1'118
1997	588	1,71%	1,42	835
1998	504	2,10%	1,40	703
1999	1'055	2,74%	1,37	1'443
2000	643	2,26%	1,33	856
2001	1'210	3,00%	1,30	1'575
2002	1'926	2,53%	1,26	2'436
2003	1'469	2,34%	1,23	1'812
2004	1'921	2,05%	1,21	2'315
2005	2'443	2,13%	1,18	2'885
2006	4'613	2,78%	1,16	5'335
2007	4'085	2,36%	1,13	4'596
2008	1'722	1,10%	1,10	1'893
2009	1'636	2,07%	1,09	1'779
2010	1'407	3,73%	1,07	1'499
2011	4'518	2,57%	1,03	4'640
2012	2'928	0,60%	1,00	2'932
2013	1'712	0,00%	1,00	1'704
2014	464	0,10%	1,00	462
2015	3'201	-0,57%	0,99	3'183
Media				1'809
Mediana				1'494

Fonte: Factset Fundamentals

L'aggiustamento dei flussi di cassa relativi al 2017, in relazione ai saldi di consuntivo al 31.12.2016 delle poste patrimoniali

<sup>24</sup> Il dato 2015 fa riferimento all'effettivo esborso monetario ed in tal senso può differire dal dato di consuntivo relativo agli investimenti effettuati nel corso del 2015 (e riportato in altre parti della relazione) per via della presenza di debiti commerciali.

I dati di consuntivo al 31.12.2016 sono successivi all'aggiornamento del piano e ciò ha richiesto un aggiustamento dei flussi di cassa previsti per il 2017. Gli aggiustamenti hanno riguardato le variazioni di capitale circolante ed i debiti verso fornitori di impianti. (questi ultimi ammontano a 4,1 milioni di euro circa).

Ai fini della stima delle variazioni di circolante 2017 è quindi stato necessario in primo luogo determinare il CCN *Core* di Consuntivo sulla base di una definizione di CCN *Core* omogenea rispetto al piano (CCN *Core* = rimanenze + crediti commerciali – debiti commerciali), depurando i debiti commerciali dai debiti relativi alle forniture impianti (che nei flussi di piano sono impliciti nei *capex*). L'incremento di CCN core atteso al 2017 risulta quindi pari a 5,8 milioni di euro.

In secondo luogo è opportuno tener conto che gli investimenti particolarmente elevati sostenuti nel biennio 2015 e 2016 hanno generato crediti IVA destinati a riassorbirsi nel 2017, generando un decremento delle altre attività operative nette.

La variazione complessiva di CCN inclusiva dell'incremento di CCN *Core* e del decremento delle altre attività operative nette genera un flusso negativo di cassa pari a 3,6 milioni di euro (tabella 4.1.12).

**Tabella 4.1.12: Calcolo della variazione di capitale circolante netto nel primo anno di piano (2017)**

Valori in Euro migliaia

	2016	2017
<b>Dati di consuntivo al 31.12.2016</b>		
Rimanenze	7'777	
Crediti verso Clienti	4'368	
Debiti verso fornitori (con debiti fornitori impianti)	-9'336	
Sub-totale di consuntivo	2'810	
+ Debiti relativi ad impianti	4'102	
CCN Core di Consuntivo	6'912	
CCN Core di Piano		12'742
<b>- Incremento di CCN Core</b>		<b>-5'831</b>
Altre attività operative nette	3'227	
Livello normale altre attività operative nette		1'028
Decremento altre attività operative nette al 2017		2'199
<b>- Incremento di CCN Core al netto del decremento di altre attività operative nette</b>		<b>-3'632</b>

\* CCN Core = rimanenze + crediti commerciali - debiti commerciali. Tale definizione è quella utilizzata ai fini della formulazione del piano pluriennale di BF



### Stima del valore di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016 per Somma di Parti

Ai fini della determinazione dei flussi di cassa dell'Azienda Agricola di Servizi è necessario tener conto del canone figurativo di affitto della proprietà fondiaria (terreni). Poiché i flussi della AAS sono nominali, è necessario incrementare il canone stimato al 31.12.2016 dell'inflazione. La tabella 4.1.13 evidenzia il calcolo per i tre esercizi di previsione esplicita, sulla base dell'inflazione attesa di consenso di fonte IMF<sup>25</sup>.

#### **Tabella 4.1.13: Calcolo dell'affitto figurativo per l'utilizzo della proprietà fondiaria da parte dell'AAS**

*Valori in Euro migliaia*

Affitto figurativo proprietà fondiaria stimato al 2016	3'736		
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Inflazione attesa	0,84%	0,80%	1,04%
Affitto figurativo proprietà fondiaria nel periodo di previsione esplicita	3'768	3'798	3'837

Si è descritto in precedenza come ai fini della determinazione del valore terminale sia stato necessario normalizzare il livello di investimenti di mantenimento. Ci si limita in questa sede a richiamare come ai fini del calcolo della fiscalità nel valore terminale si siano ipotizzati ammortamenti pari agli investimenti di mantenimento, così da evitare di attribuire benefici fiscali superiori rispetto a quelli di cui la Società beneficerebbe sulla base del livello di investimenti di mantenimento (che è inferiore degli ammortamenti in uscita di piano). Al contempo è stato necessario valutare separatamente lo scudo d'imposta generato dalla coda di ammortamenti superiori agli investimenti di di mantenimento, la quale è destinata a ridursi progressivamente sino ad azzerarsi nel 2024. Il calcolo dei maggiori ammortamenti è stato effettuato sulla base della proiezione inerziale del piano di ammortamenti incluso nel piano industriale, sino al raggiungimento dei *capex* di mantenimento proiettati nel valore terminale (pari a 2,5 milioni di euro).

Infine si richiama l'attenzione sulla necessità di normalizzazione delle variazioni di CCN, nella determinazione dei flussi di cassa *unlevered* oltre il periodo di piano. A tal fine è stata ipotizzata una crescita del CCN *Core* pari al prodotto tra il CCN *Core* in uscita di piano ed il saggio di crescita degli UCF assunto ai fini della stima del *terminal value* (Tabella 4.1.14).

<sup>25</sup> World Economic Outlook database, October 2016, IMF.

---

**Tabella 4.1.14: Calcolo delle variazioni di CCN oltre il periodo di piano**

*Valori in Euro migliaia*

CCN in uscita di piano (2019)	14'462
Saggio di crescita g	1,00%
Variazioni di CCN Normalizzate (sulla base della crescita attesa)	-144

Il costo del capitale (dell'Azienda Agricola di Servizi) è pari al 4,29% (tasso nominale). Il saggio di crescita ipotizzato ai fini della costruzione del *terminal value* dell'Azienda Agricola di Servizi è pari a circa l'1%, ovvero l'inflazione media attesa in Italia nel periodo 2017-2021 di fonte IMF.

La tabella 4.1.15 riporta il calcolo dell'*equity value* di Bonifiche Ferraresi tramite criterio SOTP, ovvero per somma algebrica de:

- a) l'*Enterprise Value* dell'Azienda Agricola di Servizi, pari a 39,2 milioni di euro (addendo);
- b) il valore della proprietà fondiaria (terreni) del *Land Owner*, pari a 144,2 milioni di euro (addendo);
- c) il valore dei *surplus assets* (investimenti immobiliari) pari a 18,4 milioni (addendo);
- d) debiti netti pari a circa 4,6 milioni di euro (somma tra la posizione finanziaria netta ed i debiti per indennità di fine rapporto al 31.12.2016).

L'*equity value* di Bonifiche Ferraresi risulta pari a 197,3 milioni di euro, che corrisponde ad un prezzo per azione pari ad € 25,05.

**Tabella 4.1.15: Stima del valore per azione di Bonifiche Ferraresi secondo il criterio SOTP**

	2017	2018	2019	TV	
K unlevered (Nominale)	4,29%				
Saggio di crescita g	1,00%				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>TV</b>	
EBITDA	6'190	8'245	9'217	9'217	
- Adjustments (Calibrazione Forecast)	-198	-263	-294	-294	
- Risultato attività immobiliare (IAS 40)	-272	-272	-272	-272	
- Oneri legati ad incentivi manageriali (livello massimo atteso)	-503	-403	-302		
EBITDA Adjusted	5'217	7'307	8'348	8'650	
- Ammortamenti	-3'637	-3'964	-3'900		
+ Amm. IAS 40	52	52	52		
- Ammortamenti Azienda Agricola di Servizi	-3'585	-3'912	-3'848	-2'527	
EBIT	1'632	3'395	4'500	6'124	
- Affitto figurativo proprietà fondiaria	-3'768	-3'798	-3'837	-3'837	
EBIT adjusted	-2'136	-402	663	2'286	
- Imposte @ 24% [Hp: esenzione IRAP]	513	97	-159	-549	
NOPAT	-1'623	-306	504	1'738	
+ Ammortamenti Adjusted	3'585	3'912	3'848	2'527	
- Variazioni di CCN	-3'632	-706	42	-144	
- CAPEX	-2'432	-2'706	-1'229		
- Liquidazione CAPEX già realizzati al 31.12.2016	-4'102				
+ CAPEX IAS 40	0	0	0		
- CAPEX Azienda Agricola di Servizi	-6'534	-2'706	-1'229	-2'527	
<b>Unlevered Cash Flow (UCF<sup>AAS</sup>)</b>	<b>-8'204</b>	<b>194</b>	<b>3'166</b>	<b>1'594</b>	
Discount Factor	0,959	0,919	0,882		
I. VA(UCF)	-7'867	178	2'791		
Terminal Value = $UCF_{TV} \times (1 + g) / (coc - g)$				48'870	
II. VA(TV)	43'084				
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Beneficio Fiscale da Amm. (oltre il periodo di previsione esplicita)	307	295	273	269	242
Discount Factor	0,845	0,811	0,777	0,745	0,715
VA(Beneficio fiscale)	259	239	212	200	173
III. Valore attuale beneficio fiscale Ammortamenti	1'083				
<b>Enterprise Value [= I + II + III]</b>	<b>39'270</b>				
Immobilizzazioni Strumentali - Proprietà fondiaria (Terreni)	144'237				
Investimenti Immobiliari	18'389				
<b>Attività Land Owner + Surplus Assets</b>	<b>162'626</b>				
- TFR	-322				
- Posizione Finanziaria netta	-4'286				
<b>Equity Value Bonifiche Ferraresi</b>	<b>197'288</b>				
NOSH (/000)	7'875				
<b>Equity Value per azione BF</b>	<b>25,05</b>				

#### 4.2 Il criterio *Discounted Cash Flows* (DCF)

Il criterio DCF si fonda sui flussi di cassa attesi di Bonifiche Ferraresi complessivamente considerati. I flussi recepiscono tutti gli aggiustamenti descritti in precedenza ai fini della determinazione dei flussi dell'Azienda Agricola di Servizi, eccetto l'affitto figurativo sulla proprietà fondiaria.

Il tasso di crescita adottato è in questo caso pari a zero e trova giustificazione nell'utilizzo di un tasso di sconto reale pari al 2,16%.

La tabella 4.2.1 riporta la stima dell'*equity value* di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016 secondo il criterio DCF *Asset Side*. L'*equity value* è pari a 214,2 milioni di euro e corrisponde ad un valore per azione pari ad € 27,21.

**Tabella 4.2.1: Stima del valore per azione di Bonifiche Ferraresi secondo il criterio DCF Asset Side**

K unlevered (Reale)	2,16%				
Saggio di crescita g	0,00%				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>TV</b>	
EBITDA	6'190	8'245	9'217	9'217	
- Adjustments (Calibrazione Forecast)	-198	-263	-294	-294	
- Risultato attività immobiliare (IAS 40)	-272	-272	-272	-272	
- Oneri legati ad incentivi manageriali (livello massimo atteso)	-503	-403	-302		
EBITDA Adjusted	5'217	7'307	8'348	8'650	
- Ammortamenti	-3'637	-3'964	-3'900		
+ Amm.ti IAS 40	52	52	52		
- Ammortamenti Azienda Agricola	-3'585	-3'912	-3'848	-2'527	
EBIT	1'632	3'395	4'500	6'124	
- Imposte @ 24% [Hp: esenzione IRAP]	-392	-815	-1'080	-1'470	
NOPAT	1'240	2'580	3'420	4'654	
+ Ammortamenti	3'585	3'912	3'848	2'527	
- Variazioni di CCN	-3'632	-706	42	-144	
- CAPEX	-2'432	-2'706	-1'229		
- Liquidazione CAPEX già realizzati al 31.12.2016	-4'102				
+ CAPEX IAS 40	0	0	0		
- CAPEX Azienda Agricola	-6'534	-2'706	-1'229	-2'527	
<b>Unlevered Cash Flow (UCF)</b>	<b>-5'341</b>	<b>3'080</b>	<b>6'082</b>	<b>4'510</b>	
Discount Factor	0,979	0,958	0,938		
I. VA(UCF)	-5'228	2'951	5'704		
Terminal Value = $UCF_{TV} \times (1 + g) / (coc - g)$				208'786	
II. VA(TV)	195'820				
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Beneficio Fiscale da Amm.ti (oltre il periodo di previsione esplicita)	307	295	273	269	242
Discount Factor	0,918	0,899	0,880	0,861	0,843
VA(Beneficio fiscale)	282	265	240	231	204
III. Valore attuale beneficio fiscale Ammortamenti	1'222				
<b>Enterprise Value [= I + II + III]</b>	<b>200'469</b>				
<b>Surplus Assets (Investimenti Immobiliari)</b>	<b>18'389</b>				
- TFR	-322				
- Posizione Finanziaria netta	-4'286				
<b>Equity Value Bonifiche Ferraresi</b>	<b>214'250</b>				
NOSH (/000)	7'875				
<b>Equity Value per azione BF</b>	<b>27,21</b>				

Quale verifica di robustezza del risultato ottenuto con l'utilizzo di un tasso di sconto reale e di un saggio di crescita nullo nella stima del valore terminale, si è ritenuto opportuno presentare una riconciliazione con una valutazione fondata sui medesimi flussi, ma che facesse uso di tassi di sconto e saggi di crescita medi ponderati dell'Azienda Agricola di Servizi e del *Land Owner*. Di seguito viene fornita tale riconciliazione.

La tabella 4.2.2 riporta la determinazione del costo del capitale medio ponderato dell'Azienda Agricola, pari al 2,30%, sulla base del costo del capitale dell'Azienda Agricola di Servizi (pari al 4,29%) e del *Land Owner* (pari all'1,95%). Il fattore di ponderazione è costituito dai NOPAT previsti al 31.12.2019 (in quanto espressivi dei flussi di risultato operativo a fondamento della stima del valore terminale). Il saggio di crescita oltre il periodo di previsione esplicita medio ponderato è pari allo 0,15% ed è ottenuto muovendo dal saggio di crescita dell'*Azienda Agricola di Servizi* (pari ad 1%) e del *Land Owner* (pari a zero).

**Tabella 4.2.2: Determinazione del costo del capitale e del saggio di crescita medio ponderato dell'Azienda Agricola**

	<b>NOPAT<sub>2019</sub></b>	<b>w</b>	<b>K</b>	<b>g</b>
Attività Agricola di Servizi	504	14,73%	4,29%	1,00%
Proprietà Fondiaria + SA	2'916	85,27%	1,96%	0,00%
<b>Media Ponderata</b>	<b>3'420</b>	<b>100,00%</b>	<b>2,30%</b>	<b>0,15%</b>

La tabella 4.2.3 riporta la stima del valore per azione di Bonifiche Ferraresi al 31.12.2016 sulla base di questi nuovi parametri. Il valore per azione risulta pari a € 27,18 e conferma dunque il risultato precedente, dando evidenza che i due approcci (utilizzo del tasso reale con crescita nulla o utilizzo di tasso medio ponderato con crescita medio ponderata) risultano nella sostanza equivalenti.

**Tabella 4.2.3: Stima del valore per azione di Bonifiche Ferraresi secondo il criterio DCF Asset Side e di un costo del capitale e di un saggio di crescita medio ponderato**

	2017	2018	2019	TV	
K unlevered (Reale)	2,30%				
Saggio di crescita g	0,15%				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>TV</b>	
EBITDA	6'190	8'245	9'217	9'217	
- Adjustments (Calibrazione Forecast)	-198	-263	-294	-294	
- Risultato attività immobiliare (IAS 40)	-272	-272	-272	-272	
- Oneri legati ad incentivi manageriali (livello massimo atteso)	-503	-403	-302		
EBITDA Adjusted	5'217	7'307	8'348	8'650	
- Ammortamenti	-3'637	-3'964	-3'900		
+ Amm.ti IAS 40	52	52	52		
- Ammortamenti Azienda Agricola	-3'585	-3'912	-3'848	-2'527	
EBIT	1'632	3'395	4'500	6'124	
- Imposte @ 24% [Hp: esenzione IRAP]	-392	-815	-1'080	-1'470	
NOPAT	1'240	2'580	3'420	4'654	
+ Ammortamenti	3'585	3'912	3'848	2'527	
- Variazioni di CCN	-3'632	-706	42	-144	
- CAPEX	-2'432	-2'706	-1'229		
- Liquidazione CAPEX già realizzati al 31.12.2016	-4'102				
+ CAPEX IAS 40	0	0	0		
- CAPEX Azienda Agricola	-6'534	-2'706	-1'229	-2'527	
<b>Unlevered Cash Flow (UCF)</b>	<b>-5'341</b>	<b>3'080</b>	<b>6'082</b>	<b>4'510</b>	
Discount Factor	0,977	0,955	0,934		
I. VA(UCF)	-5'221	2'943	5'680		
Terminal Value = $UCF_{TV} \times (1 + g) / (coc - g)$				209'490	
II. VA(TV)	195'657				
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Beneficio Fiscale da Amm.ti (oltre il periodo di previsione esplicita)	307	295	273	269	242
Discount Factor	0,913	0,892	0,872	0,853	0,833
VA(Beneficio fiscale)	280	263	238	229	201
III. Valore attuale beneficio fiscale Ammortamenti	1'212				
<b>Enterprise Value [= I + II + III]</b>	<b>200'271</b>				
<b>Surplus Assets (Investimenti Immobiliari)</b>	<b>18'389</b>				
- TFR	-322				
- Posizione Finanziaria netta	-4'286				
<b>Equity Value Bonifiche Ferraresi</b>	<b>214'052</b>				
NOSH (/000)	7'875				
<b>Equity Value per azione BF</b>	<b>27,18</b>				

### 4.3 Il criterio patrimoniale semplice

Il primo *step* nell'applicazione del criterio consiste nell'individuazione delle differenze tra i valori contabili ed i valori correnti delle attività (e/o passività) oggetto di stima. .

La tabella A.3.1. riporta il valore contabile delle attività e delle passività al 31.12.2016.

**Tabella 4.3.1: Valore contabile delle attività e delle passività al 31.12.2016**

	31.12.2016
Immobilizzazioni Strumentali - Proprietà fondiaria (Terreni)	121'568
Immobilizzazioni Strumentali - Altro	43'247
Capitale Circolante Netto + Altre attività Correnti	6'037
Investimenti Immobiliari	18'440
Fondo per imposte differite	-28'358
<b>Capitale Investito Netto Complessivo</b>	<b>160'934</b>
Benefici ai dipendenti	322
Posizione Finanziaria Netta	4'286
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>156'325</b>
NOSH	7'875
<b>Patrimonio Netto per azione</b>	<b>19,9</b>

Come accennato in precedenza, la Società ha richiesto ad un Esperto Immobiliare di stimare il valore del patrimonio immobiliare (terreni + fabbricati) al 31.12.2016. La configurazione di valore utilizzata dall'Esperto Immobiliare è il valore di mercato<sup>26</sup>. La tabella 4.3.2 riporta le stime effettuate dall'Esperto Immobiliare al 31.12.2016 a confronto con il valore contabile al 31.12.2016, da cui emerge un plusvalore latente di circa 44 milioni di euro. E' opportuno anticipare che, sotto il profilo fiscale, tale plusvalore va ad aggiungersi ai plusvalori latenti riconosciuti in sede di *IAS transition* (che hanno già trovato riscontro nella contabilizzazione di imposte differite passive).

La tabella 4.3.3 riporta un dettaglio circa le valorizzazioni dei terreni di proprietà di BF, evidenziando il valore per ettaro per ciascuna tipologia di terreno.

<sup>26</sup> In particolare, il valore di mercato "rappresenta la <<stima dell'ammontare al quale, alla data di riferimento della valutazione, un determinato immobile dovrebbe essere scambiato, dopo un adeguato periodo di commercializzazione, in una transazione tra soggetti bene informati e non vincolati da particolari rapporti, interessati alla transazione ed entrambi in grado di assumere le decisioni con eguale capacità e senza alcuna costrizione>>, definizione conforme agli standard internazionali ed europei fissati dai seguenti organismi: IVSC (International Valuation Standard Committee), RICS e TEGoVA, e contenuti nel Red Book vs 3.2 – edizione 2014 e negli EVS 2003 approvati" (pag. 4 relazione IPI al 31.12.2016).



**Tabella 4.3.2: Sintesi delle valutazioni effettuate dall'Esperto Immobiliare al 31.12.2016 sulle proprietà immobiliari di Bonifiche Ferraresi S.p.A.**

Valori in Euro	Valore di mercato al 31.12.2016	di cui Proprietà Fondiaria	di cui Investimenti Immobiliari	Valore contabile al 31.12.2016	di cui Proprietà Fondiaria	di cui Investimenti Immobiliari	Plusvalori Latenti
Roma Fabbricati	1'334'025 1'334'025	0 1'334'025	1'334'025 1'334'025	1'270'500 1'270'500	0 0	1'270'500 1'270'500	
Ferrara Fabbricati	2'054'700 2'054'700	0 2'054'700	2'054'700 2'054'700	2'054'700 2'054'700	0 0	2'054'700 2'054'700	
Jolanda di Savoia Terreni Fabbricati	130'164'732 100'570'516 29'594'216	123'377'608 100'523'516 22'854'092	6'787'124 4'7'000 6'740'124	92'486'076 81'189'911 11'296'165	85'748'710 81'142'911 4'603'799	6'737'366 47'000 6'690'366	
Mesola Terreni Fabbricati	315'600 1'810 313'790	0 1'810 313'790	315'600 1'810 313'790	315'600 1'810 313'790	0 0 0	315'600 1'810 313'790	
Comacchio Terreni	4'791 4'791	0 4'791	4'791 4'791	4'791 4'791	0 0	4'791 4'791	
Goro e Gorino Terreni	66'500 66'500	0 66'500	66'500 66'500	68'213 68'213	0 0	68'213 68'213	
Mirabello Terreni Fabbricati	11'171'890 7'063'596 4'108'294	6'948'786 6'432'126 516'660	4'223'104 631'470 3'591'634	10'455'503 6'217'918 4'237'586	6'228'789 5'586'448 642'342	4'226'714 631'470 3'595'244	
Poggio Renatico Terreni Fabbricati	4'723'289 4'242'389 480'900	4'558'289 4'242'389 315'900	165'000 165'000 165'000	3'985'709 3'515'122 4'70'587	3'820'709 3'515'122 305'587	165'000 165'000 165'000	
S. Caterina Terreni Fabbricati	41'446'696 33'039'464 8'407'232	38'008'707 33'039'464 4'969'243	3'437'989 3'437'989	36'687'910 28'592'503 8'095'406	33'380'441 28'592'503 4'787'937	3'307'469 3'307'469	
Terroni Fabbricati	144'989'065 46'293'157	144'237'494 28'655'895	751'571 17'637'262	119'590'268 27'738'734	118'836'984 10'341'665	753'284 17'397'069	
<b>Valore patrimonio immobiliare</b>	<b>191'282'222</b>	<b>172'893'389</b>	<b>18'388'833</b>	<b>147'329'002</b>	<b>129'178'649</b>	<b>18'150'353</b>	<b>43'953'220</b>
Ettari (ha) Valore per ettaro (€/ha)	5'460 26'556			5'460 21'904			

**Tabella 4.3.3: Dettagli sulle valutazioni dei terreni di proprietà di Bonifiche Ferraresi S.p.A.**

	ha	Valore 31.12.2016	€/ha
<b>Jolanda di Savoia</b>			
Seminativo	2341,1	63'085'206	26'947
Risaia	1429,6	35'740'250	25'000
Frutteto	48,5	1'698'060	35'000
Sub-totale	3819,2	100'523'516	26'321
<b>Mirabello</b>			
Vari	172,2	6'432'126	37'343
Edificabili	1,8	631'470	350'000
Sub-totale	174,0	7'063'596	40'584
<b>Poggio Renatico</b>	121,2	4'242'389	35'000
<b>Santa Caterina</b>			
Seminativo	1207,3	27'983'944	23'179
Oliveto	133,0	5'055'520	38'000
Sub-totale	1340,3	33'039'464	24'650
<b>Totale Terreni IAS 16</b>	<b>5454,8</b>	<b>144'868'964</b>	<b>26'558</b>
Altri Terreni IAS 40	4,9	120'101	24'338
<b>Totale terreni di proprietà BF</b>	<b>5459,7</b>	<b>144'989'065</b>	<b>26'556</b>
<i>Valore Contabile Terreni di proprietà BF</i>		<i>119'590'268</i>	<i>21'904</i>

Lo scrivente ha avuto accesso, tramite la Società, ad un elenco di transazioni effettuate nella provincia di Ferrara ed aventi ad oggetto terreni comparabili ai terreni di Bonifiche Ferraresi dal 2012. Per quanto tali transazioni facciano riferimento a singoli appezzamenti di dimensione contenuta (in luogo di un portafoglio di terreni concentrati in un'unica area) i valori medi di tali transazioni (36'468 Euro/ha) risultano significativamente superiori ai valori medi di perizia (26'947 Euro/ha).

Una volta identificato il valore della proprietà fondiaria occorre calcolare l'onere fiscale potenziale relativo alle plusvalenze inesprese.

All'interno di una valutazione di tipo patrimoniale il maggior valore corrente attribuito alle attività genera parimenti un effetto fiscale latente, del tutto assimilabile alle imposte differite passive iscritte a bilancio, fatta eccezione per il fatto che sotto il profilo contabile l'iscrizione delle imposte differite prescinde dai tempi di effettiva manifestazione dell'onere fiscale.

In sede di valutazione dell'azienda le imposte differite debbono invece essere espresse in valore attuale. Ciò comporta la stima di un orizzonte di dismissione della proprietà fondiaria e della manifestazione dei correlati oneri fiscali. A questi fini va premesso che:

- I. BF non prevede la cessione delle corrispondenti attività nel periodo di previsione esplicita;
- II. le attività fondiarie costituiscono uno dei principali fattori produttivi;
- III. la cessione dell'intero portafoglio di proprietà fondiaria non costituisce un'ipotesi realistica essendo eventualmente preferibile la cessione dell'azienda.

Nel caso di BF le attività plusvalenti sono principalmente costituite da terreni e immobili che la Società detiene da parecchi decenni. Come si è detto il piano non prevede alcuna variazione in diminuzione del patrimonio fondiario, in quanto strumentale allo sviluppo del *core business*, né dismissioni di attività che rientrano negli investimenti immobiliari, in quanto la loro cessione sarebbe in ogni caso successiva ad una riqualificazione dei manufatti e non è inclusa nel piano di Bonifiche Ferraresi.

Ai fini di stimare un orizzonte di dismissioni del patrimonio immobiliare e fondiario, cui correlare i relativi oneri fiscali, sono state ricostruite le dismissioni realizzate da BF negli ultimi 30 anni.

In particolare sono stati identificate le alienazioni in ciascun anno (A) e sono state messe a rapporto rispetto al valore contabile di inizio anno dei terreni e fabbricati (L). Si è così ottenuto un tasso di dismissione espressivo della rotazione del patrimonio fondiario e immobiliare di Bonifiche Ferraresi (AR), che è stato assunto come *proxy* del tasso di dismissione futuro del patrimonio al 31.12.2016.

Sotto l'ipotesi che, tanto le plusvalenze che hanno generato differite passive in bilancio quanto le plusvalenze ancora inesprese rispetto ai valori di bilancio al 31.12.2016, si distribuiscano uniformemente sul complesso del patrimonio fondiario e immobiliare oggetto di cessione al tasso di dismissione medio storico, è possibile calcolare il valore attuale delle imposte latenti sulla base di una rendita annua costante (pari all'1% delle imposte totali che corrispondono alla somma fra le imposte differite passive di bilancio e le imposte sui plusvalori rispetto ai valori di bilancio al 31.12.2016). La durata della rendita corrisponde al tempo necessario alla dismissione completa del patrimonio immobiliare e il tasso di attualizzazione corrisponde al costo del capitale nominale del *Land Owner*.

L'analisi è fondata sui bilanci 1986-2015 di Bonifiche Ferraresi S.p.A.

La tabella 4.3.4 riporta il calcolo del tasso medio storico di dismissione AR del patrimonio fondiario di Bonifiche Ferraresi che risulta pari all'1,00%. L'utilizzo del dato medio, in luogo del dato mediano, è legato all'esigenza di tener conto della probabilità che alcune dismissioni influenzino significativamente la velocità di *run off* del fondo imposte differite, circostanza storicamente verificatasi per Bonifiche Ferraresi nel 1999.

Assumendo per il futuro uno stesso tasso medio di dismissione annuo dell'1,00%, si ottiene una durata del periodo di *run off* (ovvero del periodo necessario a dismettere integralmente il patrimonio fondiario) pari a 100 anni. Sulla base di tali dati è stato calcolato il valore attuale delle imposte latenti. La tabella 4.3.5 ripercorre il calcolo muovendo dal dettaglio analitico delle imposte differite passive riportato nel bilancio e dall'effetto fiscale pieno (aliquota 24%) sui plusvalori rispetto ai valori contabili del patrimonio fondiario e immobiliare al 31.12.2016. Il valore corrente delle imposte latenti risulta pari a 12,76 milioni di euro.

#### 4.3.4: Analisi storica del tasso di dismissione medio delle immobilizzazioni materiali legate a terreni e fabbricati

Valori in Euro migliaia

	$L_{t-1}$	$A_t$	$AR_t = A_t / L_{t-1}$
Anno (t)	Terreni e Fabbricati (t-1)	Alienazioni nell'anno (t)	Tasso di dismissione = Tasso di recupero delle DTL
1986	9'897	37,24	0,38%
1987	10'051	61,83	0,62%
1988	10'238	40,67	0,40%
1989	10'397	30,77	0,30%
1990	10'595	5,97	0,06%
1991	10'757	11,51	0,11%
1992	13'550	1,05	0,01%
1993	13'565	0,54	0,00%
1994	13'769	1,90	0,01%
1995	14'035	62,04	0,44%
1996	14'725	71,56	0,49%
1997	14'942	31,12	0,21%
1998	15'221	140,67	0,92%
1999	15'360	3'555,08	23,15%
2000	12'522	13,18	0,11%
2001	13'037	138,00	1,06%
2002	13'267	0,25	0,00%
2003	14'259	21,98	0,15%
2004	15'328	81,17	0,53%
2005	16'319	0,00	0,00%
2006	132'282	123,00	0,09%
2007	133'466	189,00	0,14%
2008	136'898	35,00	0,03%
2009	137'918	32,00	0,02%
2010	138'721	288,00	0,21%
2011	138'742	230,00	0,17%
2012	140'505	118,00	0,08%
2013	140'316	206,00	0,15%
2014	140'772	92,00	0,07%
2015	140'801	100,00	0,07%
<b>Tasso di recupero stimato (d)</b>			<b>1,00 %</b>
Durata periodo <i>run off</i> delle differite passive = 1/d			100

*N.B.: i bilanci tra il 1986 ed il 1990 non riportano in nota integrativa le alienazioni di terreni e fabbricati. Gli stessi tuttavia riportano l'elenco dei valori contabili (e del costo storico) dei terreni e dei fabbricati. Il valore delle alienazioni è stato desunto dal confronto tra i terreni e i fabbricati di due esercizi consecutivi. In alcuni casi le cessioni di terreni non risultano evidenti dai valori contabili, in quanto nel medesimo anno possono intervenire acquisizioni superiori (in valore) alle cessioni. In tali casi l'importo delle cessioni è stato stimato muovendo dalle movimentazioni del fondo rivalutazioni (che decresce a causa delle cessioni) e dei valori contabili e di costo dell'esercizio precedente.*

**Tabella 4.3.5: Calcolo del valore corrente delle imposte differite passive**

Dettaglio imposte differite nel bilancio al 31.12.2015	Plusvalori	Effetto fiscale
Maggior valore immobilizzazioni	108'325	25'835
Maggior valore investimenti immobiliari	7'039	1'975
Minor valore TFR	14	3
Maggior valore rimanenze prodotti	1'423	391
Maggior valore rimanenze scorte	24	6
Plusvalenze ordinarie tassate in 5 anni	436	109
<b>Valori a bilancio <sup>(A)</sup></b>	<b>117'261</b>	<b>28'319</b>
Imposte differite riferite a patrimonio immobiliare fondiario 31.12.2015		27'810
Imposte differite diverse 31.12.2015		509

<sup>(A)</sup> I dati fanno riferimento al bilancio al 31.12.2015, in quanto lo scrivente non ha avuto accesso ai dati contenuti in nota integrativa del bilancio al 31.12.2016 (tuttora in corso di completamento). Il differenziale tra le imposte differite al 31.12.2015 (pari a 28'319 migliaia di euro) e le imposte differite al 31.12.2016 (pari a 28'358 migliaia di euro) è stato considerato nella determinazione delle imposte differite nominali al 31.12.2016

Plusvalori immobilizzazioni a bilancio al 31.12.2015 (a)	115'364
Effetto fiscale su plusvalori immobilizzazioni a bilancio al 31.12.2015 (b)	27'810
<b>Aliquota fiscale [ c = a + b ]</b>	<b>24%</b>
Plusvalori immobiliari rispetto ai valori contabili al 31.12.2016 (d)	43'953
Effetto fiscale al 24% ante attualizzazione [e = d x c]	10'549
Differite passive a bilancio + Effetto fiscale su plusvalori immobiliari al 31.12.2016 [f = b + e]	38'359
Numero anni di riassorbimento delle differite passive immobiliari (n)	100
Tasso di riassorbimento (g)	1,00%
Tasso di attualizzazione = costo del capitale nominale LO (i)	2,97%
Stima delle imposte annue [h = f x g]	383
a <sub>n i</sub>	32
Valore attuale delle imposte stimate [l = h x a <sub>n i</sub> ]	12'207
Imposte differite nominali diverse rispetto a quelle di pertinenza delle immobilizzazioni (include differenziale DTL tra 2015 e 2016) (m)*	548
<b>Valore attuale imposte latenti (n)</b>	<b>12'755</b>

\* = 509 + 39

La tabella 4.3.6 ripercorre la stima del valore di Bonifiche Ferraresi sulla base del criterio patrimoniale. L'*equity value* risulta pari a 196 milioni di euro, cui corrisponde un valore per azione di 24,9 euro.

---

**Tabella 4.3.6: Stima del valore di Bonifiche Ferraresi tramite criterio patrimoniale**

	<b>31.12.2016</b>	<b>Valore Corrente</b>
Immobilizzazioni Strumentali - Proprietà fondiaria (Terreni)	121'568	144'237
Immobilizzazioni Strumentali - Altro	43'247	44'750
Capitale Circolante Netto	6'037	6'037
Investimenti Immobiliari	18'440	18'389
Fondo per imposte differite	-28'358	-12'755
<b>Enterprise Value</b>	<b>160'934</b>	<b>200'658</b>
Benefici ai dipendenti	322	322
Posizione Finanziaria Netta	4'286	4'286
<b>Equity Value</b>	<b>156'325</b>	<b>196'050</b>
NOSH	7'875	7'875
<b>Equity Value per azione</b>	<b>19,9</b>	<b>24,9</b>

---

#### 4.4 La stima del valore intrinseco delle azioni di Bonifiche Ferraresi

Il valore intrinseco delle azioni di Bonifiche Ferraresi può essere posto pari alla media dei risultati dei due approcci di stima utilizzati: *income approach* e *cost (or asset) approach*. Ciò in quanto i due approcci sono fra loro complementari e giungono comunque a risultati molto vicini. Infatti:

- l'*asset approach* permette di disporre di una valutazione che prescinde dal piano industriale della Società, al prezzo tuttavia di escludere a priori (senza alcuna verifica) il valore generato dall'attività agricola di servizi;
- l'*income approach* consente di disporre di una verifica reddituale dei valori patrimoniali.

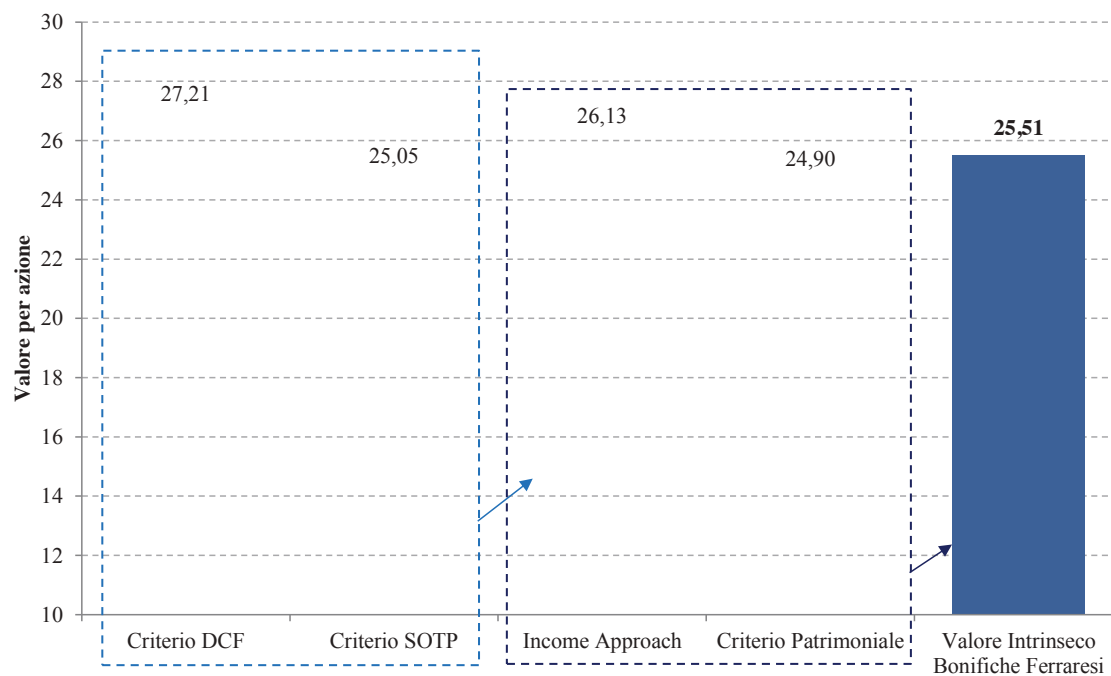
Il valore massimo per azione (ottenuto sulla base del DCF) è pari a 27,21 euro per azione, mentre il valore minimo (ottenuto sulla base del criterio patrimoniale semplice) è pari a 24,90 euro per azione, con uno scostamento fra i due valori inferiore al 10% ( $=27,21/24,90 - 1 = 9,3\%$ ).

Il valore per azione di Bonifiche Ferraresi medio dei due criteri fondati sull'*income approach* (Somma di Parti e DCF) è pari ad € 26,13. Il valore stimato tramite il criterio patrimoniale risulta pari ad € 24,9 per azione.

**Il valore intrinseco per azione di Bonifiche Ferraresi, sulla base della media semplice dei risultati dei due approcci valutativi, è pari ad € 25,51 per azione (Tabella 4.4.1).**



**Tabella 4.4.1: Stima del valore intrinseco per azione di Bonifiche Ferraresi**



#### 4.5 Analisi di *sensitivity* rispetto ad un'ipotesi di ritardo nella realizzazione del piano

Nella stima del valore per azione fondata sull'*income approach* si è fatto riferimento ai flussi di piano 2017-2019 aggiustati in riduzione dello scostamento negativo registrato fra budget 2016 e consuntivo 2016. In questa sede si è voluto ipotizzare uno slittamento di un anno dei risultati di piano previsti per il 2018 e 2019. In particolare è stato ipotizzato che il 2018 replichi in termini di flussi di risultato il 2017 e che il 2019 sia allineato alle previsioni di piano per il 2018. Sono stati mantenuti i risultati attesi 2017 in quanto si tratta di flussi confermati nella revisione di piano avvenuta nel febbraio 2017.

La tabella 4.5.1 riporta l'analisi di simulazione effettuata sul modello SOTP, mentre la tabella 4.5.2 riporta la simulazione fondata sul modello DCF. Lo slittamento dei flussi di piano porterebbe, in entrambe i modelli, ad un decremento del valore per azione non significativo e pari all'1% [SOTP:  $24,80/25,05-1 = -1\%$  ; DCF:  $26,94/27,21-1 = -1\%$ ].

La figura 4.5.3 riporta la variazione del valore intrinseco di Bonifiche Ferraresi ottenuto per media delle nuove stime dei criteri fondati sull'*income approach* (Somma di Parti e DCF) e del criterio patrimoniale semplice. Il valore intrinseco scenderebbe da 25,51 euro per azione ad euro 25,38 euro per azione.

E' stata svolta anche una ulteriore verifica fondata sull'ipotesi che tutto il piano subisca uno slittamento di un anno e quindi che il 2017 evidenzi una performance allineata a quella del 2016, il 2018 una performance allineata al 2017 ed il 2019 una performance allineata al 2018. Anche in questo caso la variazione di valore per azione ottenuta con i criteri fondati sull'*income approach* sarebbe molto contenuta. La figura 4.5.4 mostra il valore intrinseco di Bonifiche Ferraresi ottenuto per media delle nuove stime dei criteri fondati sull'*income approach* (Somma di Parti e DCF) e del criterio patrimoniale semplice. Il valore intrinseco scenderebbe da 25,51 euro per azione ad euro 25,31 euro per azione.

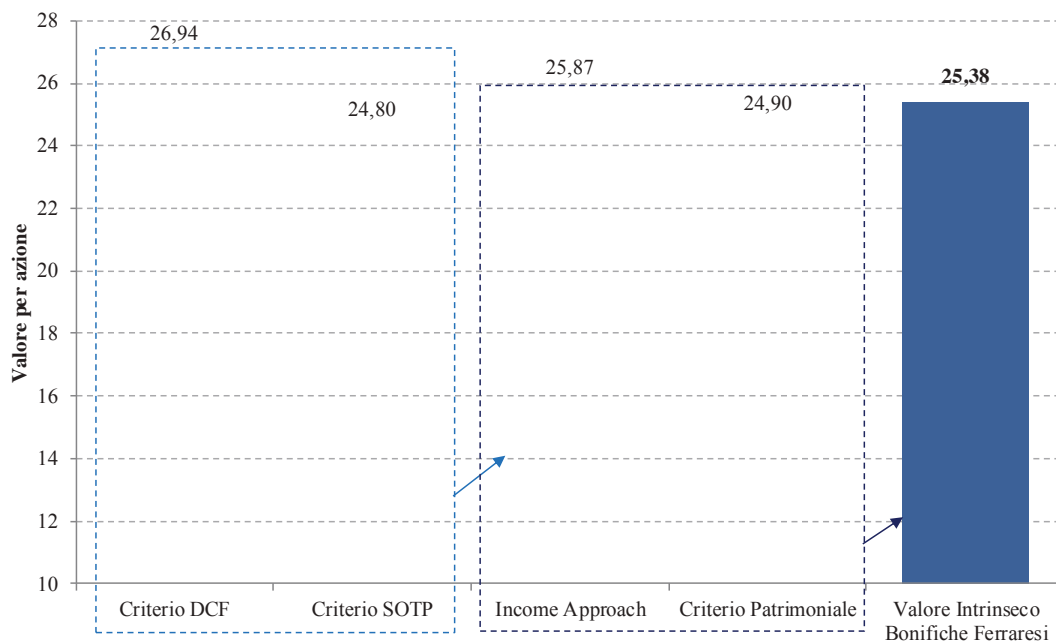
**Tabella 4.5.1: Stima del valore per azione di Bonifiche Ferraresi secondo il criterio DCF Asset Side, tenendo conto di uno slittamento di un anno dei flussi di piano 2018-2019**

K unlevered (Reale)	2,16%				
Saggio di crescita g	0,00%				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>TV</b>	
EBITDA	6'190	6'190	8'245	9'217	
- Adjustments (Calibrazione Forecast)	-198	-198	-263	-294	
- Risultato attività immobiliare (IAS 40)	-272	-272	-272	-272	
- Oneri legati ad incentivi manageriali (livello massimo atteso)	-503	-403	-302		
EBITDA Adjusted	5'217	5'317	7'407	8'650	
- Ammortamenti	-3'637	-3'964	-3'900		
+ Amm.ti IAS 40	52	52	52		
- Ammortamenti Azienda Agricola	-3'585	-3'912	-3'848	-2'527	
EBIT	1'632	1'406	3'560	6'124	
- Imposte @ 24% [Hp: esenzione IRAP]	-392	-337	-854	-1'470	
NOPAT	1'240	1'068	2'705	4'654	
+ Ammortamenti	3'585	3'912	3'848	2'527	
- Variazioni di CCN	-3'632	-706	42	-144	
- CAPEX	-2'432	-2'706	-1'229		
- Liquidazione CAPEX già realizzati al 31.12.2016	-4'102				
+ CAPEX IAS 40	0	0	0		
- CAPEX Azienda Agricola	-6'534	-2'706	-1'229	-2'527	
<b>Unlevered Cash Flow (UCF)</b>	<b>-5'341</b>	<b>1'568</b>	<b>5'367</b>	<b>4'510</b>	
Discount Factor	0,979	0,958	0,938		
I. VA(UCF)	-5'228	1'502	5'034		
Terminal Value = $UCF_{TV} \times (1 + g) / (coc - g)$				208'786	
II. VA(TV)	195'820				
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Beneficio Fiscale da Amm.ti (oltre il periodo di previsione esplicita)	307	295	273	269	242
Discount Factor	0,918	0,899	0,880	0,861	0,843
VA(Beneficio fiscale)	282	265	240	231	204
III. Valore attuale beneficio fiscale Ammortamenti	1'222				
<b>Enterprise Value [= I + II + III]</b>	<b>198'350</b>				
<b>Surplus Assets (Investimenti Immobiliari)</b>	<b>18'389</b>				
- TFR	-322				
- Posizione Finanziaria netta	-4'286				
<b>Equity Value Bonifiche Ferraresi</b>	<b>212'130</b>				
NOSH (/000)	7'875				
<b>Equity Value per azione BF</b>	<b>26,94</b>				

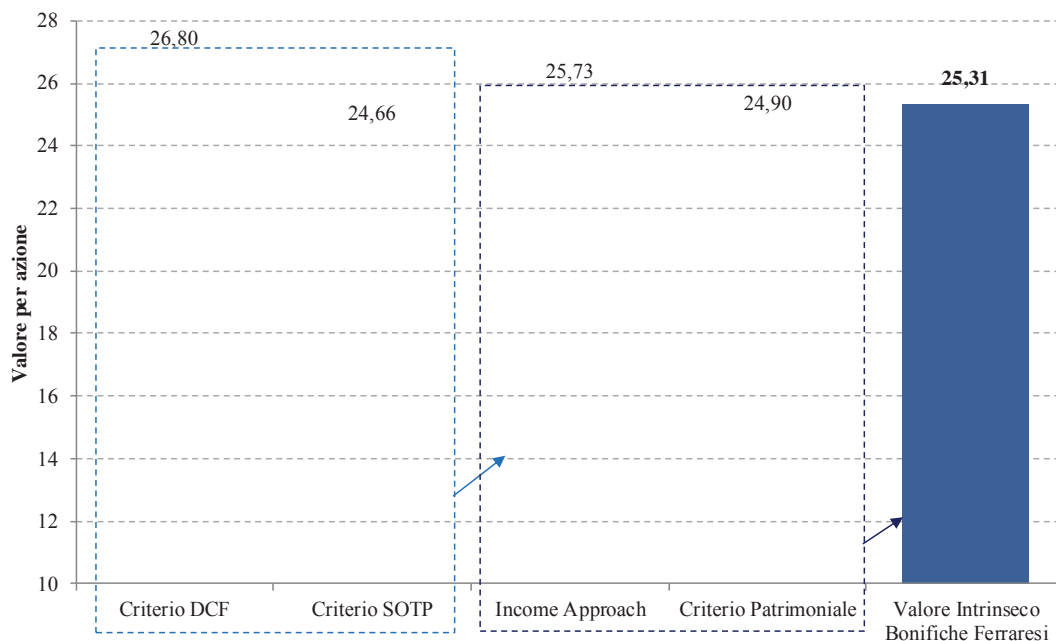
**Tabella 4.5.2: Stima del valore per azione di Bonifiche Ferraresi secondo il criterio SOTP, tenendo conto di uno slittamento di un anno dei flussi di piano 2018-2019**

	2017	2018	2019	TV	
K unlevered (Nominale)	4,29%				
Saggio di crescita g	1,00%				
	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>TV</b>	
EBITDA	6'190	6'190	8'245	9'217	
- Adjustments (Calibrazione Forecast)	-198	-198	-263	-294	
- Risultato attività immobiliare (IAS 40)	-272	-272	-272	-272	
- Oneri legati ad incentivi manageriali (livello massimo atteso)	-503	-403	-302		
EBITDA Adjusted	5'217	5'317	7'407	8'650	
- Ammortamenti	-3'637	-3'964	-3'900		
+ Ammti IAS 40	52	52	52		
- Ammortamenti Azienda Agricola di Servizi	-3'585	-3'912	-3'848	-2'527	
EBIT	1'632	1'406	3'560	6'124	
- Affitto figurativo proprietà fondiaria	-3'768	-3'798	-3'837	-3'837	
EBIT adjusted	-2'136	-2'392	-278	2'286	
- Imposte @ 24% [Hp: esenzione IRAP]	513	574	67	-549	
NOPAT	-1'623	-1'818	-211	1'738	
+ Ammortamenti Adjusted	3'585	3'912	3'848	2'527	
- Variazioni di CCN	-3'632	-706	42	-144	
- CAPEX	-2'432	-2'706	-1'229		
- Liquidazione CAPEX già realizzati al 31.12.2016	-4'102				
+ CAPEX IAS 40	0	0	0		
- CAPEX Azienda Agricola di Servizi	-6'534	-2'706	-1'229	-2'527	
<b>Unlevered Cash Flow (UCF<sup>AAS</sup>)</b>	<b>-8'204</b>	<b>-1'318</b>	<b>2'451</b>	<b>1'594</b>	
Discount Factor	0,959	0,919	0,882		
I. VA(UCF)	-7'867	-1'212	2'161		
Terminal Value = $UCF_{TV} \times (1 + g) / (coc - g)$				48'870	
II. VA(TV)	43'084				
	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
Beneficio Fiscale da Ammti (oltre il periodo di previsione esplicita)	307	295	273	269	242
Discount Factor	0,845	0,811	0,777	0,745	0,715
VA(Beneficio fiscale)	259	239	212	200	173
III. Valore attuale beneficio fiscale Ammortamenti	1'083				
<b>Enterprise Value [= I + II + III]</b>	<b>37'249</b>				
Immobilizzazioni Strumentali - Proprietà fondiaria (Terreni)	144'237				
Investimenti Immobiliari	18'389				
<b>Attività Land Owner + Surplus Assets</b>	<b>162'626</b>				
- TFR	-322				
- Posizione Finanziaria netta	-4'286				
<b>Equity Value Bonifiche Ferraresi</b>	<b>195'267</b>				
NOSH (/000)	7'875				
<b>Equity Value per azione BF</b>	<b>24,80</b>				

**Tabella 4.5.3: Simulazione del valore di Bonifiche Ferraresi in ipotesi di uno slittamento dei flussi di piano 2018-2019 di una annualità**



**Tabella 4.5.4: Simulazione del valore di Bonifiche Ferraresi in ipotesi di uno slittamento di tutti flussi di piano di una annualità**



## V. CONCLUSIONI

BF Holding S.p.A. (BFH) ha richiesto allo scrivente una relazione di stima al 31.12.2016 del valore delle azioni della Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per le imprese Agricole S.p.A. Società Agricola (BF), società con titoli quotati sul MTA gestito da Borsa Italiana, oggetto di possibile conferimento nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio (OPASc) promossa da BFH., ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile.

L'OPASc ha per oggetto sino ad un massimo di n. 1.705.220 azioni di Bonifiche Ferraresi che corrispondono alla totalità delle azioni non detenute da BF Holding. Il capitale di BF è detenuto per il 78,3% da BF Holding e per il 21,7% da azionisti terzi. L'OPASc è rivolta al 21,7% del capitale detenuto da questi ultimi.

L'OPASc si inserisce in un'operazione più complessa finalizzata a realizzare un progetto industriale di valorizzazione di BF, che prevede in capo a BF Holding due operazioni finanziarie propedeutiche all'OPASc stessa:

- a) aumento di capitale a pagamento (AUCAP) offerto in opzione ai soci per un controvalore di 10.000.000 di euro con emissione di n. 4.166.666 nuove azioni BF Holding ad un prezzo di 2,40 euro per azione. Tale prezzo è ottenuto in trasparenza sulla base della valorizzazione delle azioni di BF detenute da BF Holding a 25,05 euro ciascuna;
- b) emissione di un Prestito Obbligazionario Convertendo (POC) di importo nominale complessivo di 50.000.000 di euro riservato a CDP Equity S.p.A da convertirsi in n. 20.833.333 azioni di BF Holding ad un prezzo di conversione di 2,40 euro per azione (il prezzo anche in questo caso è ottenuto in trasparenza sulla base della valorizzazione delle azioni di BF detenute da BF Holding a 25,05 euro ciascuna).

BF Holding è una Società finanziaria priva di debito, il cui *asset* principale è la partecipazione in BF.

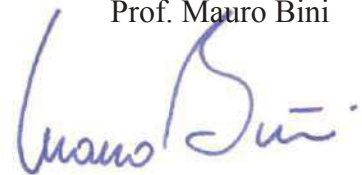
Lo scrivente ai fini della presente stima ha adottato i PIV-Principi Italiani di Valutazione i quali prevedono che il valore di conferimento nel caso di aziende (o di diritti su aziende, come sono le azioni) coincida con il minore fra il valore normale di mercato ed il valore intrinseco. Poiché le operazioni finanziarie propedeutiche al lancio dell'OPASc (AUCAP e POC) prevedono il riconoscimento di un prezzo delle azioni di Bonifiche Ferraresi pari a 25,05 e la sottoscrizione del POC è realizzata da un soggetto terzo indipendente, il prezzo di 25,05 euro per azione rappresenta anche il valore normale di mercato delle azioni oggetto di conferimento.

Lo scrivente ha dunque stimato il valore intrinseco per azione di Bonifiche Ferraresi da confrontare poi con il valore normale di mercato. A tal fine lo scrivente ha fatto uso di più criteri fra loro complementari rispettivamente riferibili all'*income approach* ed al *cost (or asset) approach*. Trattandosi di approcci valutativi fra loro complementari e dopo aver verificato che i risultati dei due approcci non comportassero differenze rilevanti lo scrivente ha ritenuto che la migliore stima del valore intrinseco per azione dovesse coincidere con la media semplice dei risultati ottenuti con i due approcci.

Il valore intrinseco per azione al 31.12.2016 di Bonifiche Ferraresi è pari a 25,51 euro per azione. Poiché tale valore è superiore al loro valore normale di mercato (pari a 25,05 euro per azione) ed i principi di valutazione richiamano il fatto che il valore di conferimento nel caso di aziende debba coincidere con il minore fra il valore normale di mercato ed il valore intrinseco, lo scrivente può confermare che il valore di 25,05 euro per azione corrisponde al valore di ciascuna azione di Bonifiche Ferraresi oggetto di potenziale conferimento a seguito dell'OPASc.

Milano, 3 Marzo 2017

Prof. Mauro Bini



## ALLEGATI

### Allegato 1: Descrizione delle Società Comparabili quotate

Nome	Paese	Market Cap (Euro)	Ricavi Last Reported (Euro)	Descrizione attività
AGRO-US Adecoagro S.A.	USA	1.373	608	Adecoagro SA è una holding holding americana attiva nella filiera agricola. La società opera nei seguenti rami: Agricoltura tradizionale, Produzione di Zucchero, Produzione di etanolo ed energia elettrica e Trasformazione dei terreni. L'azienda agricola tradizionale opera principalmente tramite le seguenti linee di business: cereali, riso, prodotti lattiero-caseari, caffè. Nel Business dello zucchero l'azienda opera nella coltivazione dello zucchero di canna al fine della produzione di zucchero, bioetanolo ed energia elettrica. Il business di trasformazione dei terreni comprende l'acquisizione e la trasformazione di terreni agricoli in via di sviluppo o sottoutilizzati in rapporto alle capacità produttive
FFARM-NL ForFarmers NV	Paesi Bassi	795	2.244	ForFarmers è una società agricola olandese focalizzata nel business zootecnico. L'azienda produce grano e altri alimenti per le seguenti categorie di bestiame: bovini, suini, pollame.
RAIVV-FI Raisio Oyj Class V	Finlandia	462	436	Raisio Oyj è una società agricola finlandese attiva nella produzione di specie vegetali. L'azienda sviluppa prodotti finiti e semilavorati per il settore zootecnico e farmaceutico.
AEP-GB Anglo-Eastern Plantations Plc	Regno Unito	311	177	Anglo-Eastern Plantations PLC è una società inglese che possiede possedimenti terrieri e produce olio di palma in Indonesia e Malesia.
LMNR-US Limoneira Company	USA	250	101	Limoneira è una società agricola americana che si occupa della produzione di frutta, sviluppo immobiliare e attività di investimento. L'azienda è attiva nella produzione principalmente di agrumi e avocado. La società opera attraverso le seguenti divisioni: Agribusiness, Sviluppo immobiliare.
ALCO-US Alico, Inc.	USA	203	130	Alico, Inc. è una società agricola americana che si occupa della produzione di agrumi e canna da zucchero, e dell'allevamento di bestiame. La società opera attraverso i seguenti segmenti: Agrumeti, Supply Chain Management, Farmland, e Ranch. Il segmento Agrumeti include le attività legate alla semina, coltivazione e gestione di agrumeti. Il segmento Supply Chain Management è legato all'attività di acquisto e rivendita di frutta. Il segmento Farmland comprende le attività legate alla compravendita di terreni agricoli. Il segmento Ranch comprende l'attività zootecnica (acquisto, gestione e rivendita bovini)
BEF-SE Black Earth Farming LTD	Svezia	153	68	Black Earth Farming Ltd. è una società svedese attiva nell'allevamento, produzione di mangime e di prodotti caseari. La società è anche attiva nella distribuzione dei relativi prodotti principalmente in Russia. Negli ultimi anni la società sta beneficiando di un forte sviluppo finalizzato ad acquisire nuovi terreni e ad incrementare il dimensionamento dei pascoli.
WYN-GB Wynnstay Group plc	Regno Unito	145	463	Wynnstay Group è una società inglese attiva nella produzione e fornitura di prodotti agricoli per la comunità rurale del Galles. La società opera attraverso i seguenti segmenti: Agricoltura tradizionale e Retail Specialist . Il settore agricolo si concentra sulla produzione e fornitura di alimenti per animali e fertilizzanti. Il segmento Retail Specialist comprende le forniture di prodotti specialistici per gli agricoltori, piccoli proprietari, e proprietari di animali domestici.



---

**Allegato 2: Transazioni di terreni comparabili**

<b>Data atto notarile</b>	<b>Località</b>	<b>Dimensione (Ha)</b>	<b>Prezzo (euro)</b>	<b>Euro/Ha</b>
17/12/2015	Comune di Copparo (FE)	3,6	120.000	33.195
26/11/2015	Comune di Codigoro (FE)	41,1	1.295.000	31.502
14/11/2015	Comune di Codigoro (FE)	23,6	707.268	30.000
23/09/2014	Comune di Ferrara (FE)	3,9	175.000	44.358
14/07/2014	Comune di Codigoro (FE)	17,4	521.998	30.001
26/11/2013	Comune di Poggio Renatico (FE)	10,8	334.321	31.062
10/11/2012	Comune di Codigoro (FE)	3,5	154.000	43.658
09/11/2012	Comune di Codigoro (FE)	8,0	384.000	47.970

**Prof. Mauro Bini**

Ordinario di Finanza Aziendale  
nell'Università L. Bocconi - Milano

**Nota in merito agli effetti delle possibili modifiche all'offerta OPASc di BFH su BF sulla stima del valore delle azioni BF ai fini di possibile conferimento**

[1. Premessa; 2. La verifica dell'invarianza del valore delle azioni oggetto di conferimento rispetto alle proposte alternative di corrispettivo a fini OPASc; 3. Conclusioni]

**1. Premessa**

Ai sensi dell'incarico ricevuto da BF Holding (si seguito anche BFID) di stima del valore delle azioni della Società per la Bonifica dei Terreni l'erraresi e per le imprese Agricole S.p.A. Società Agricola (di seguito anche Bonifiche Ferraresi o BF o la Società), oggetto di possibile conferimento nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da Bl'H., ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, lo scrivente ha redatto lo scorso 3 marzo 2017 la relazione di *"Stima del valore al 31.12.2016 delle azioni ordinarie di Bonifiche Ferraresi S.p.A. oggetto di possibile conferimento nell'ambito dell'offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da B.F. Holding S.p.A. - relazione ai sensi dell'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile"*.

Il 16 Marzo 2017 lo scrivente ha ricevuto dal Presidente di BFH la seguente richiesta:

*"Al fine di minimizzare il rischio che il mercato possa essere indotto a non aderire all'offerta per ragioni meramente "tecnico/fiscali", ovvero ancora che - immediatamente a valle del perfezionamento dell'OPAS - un numero potenzialmente elevato di nuovi soci di BF Holding riversi sul mercato un quantitativo elevato di azioni al solo scopo di procurare la liquidità necessaria a sopportare l'esborso fiscale, BF Holding sta considerando l'eventualità di proporre ai propri soci di contemplare nell'ambito dell'offerta (ove approvata) due forme alternative di corrispettivo, tra loro assolutamente equivalenti, ma che presentino un mix cassa/titoli diverso.*

*In particolare, se la proposta in questione sarà sottoposta effettivamente ai soci di BF Holding e da questi ratificata nel corso della imminente assemblea del 22 marzo, al corrispettivo già comunicato al mercato (i.e. n. 10 nuove azioni BF Holding ed Euro 1,05, in cambio di ciascuna azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'OPAS) si aggiungerebbe un corrispettivo alternativo, composto da un numero di nuove azioni inferiore a 10 e da una componente in denaro conseguentemente più elevata di Euro 1,05, ferma restando l'invarianza del valore complessivo attribuito alle azioni di Bonifiche Ferraresi, pari a € 25.05 (ipoteticamente, ad esempio, una alternativa potrebbe essere rappresentata da 19 azioni di BF Holding ogni 2 azioni di Bonifiche Ferraresi, oltre ad un conguaglio in denaro pari a € 4,5).*

*I termini puntuali del corrispettivo alternativo potranno essere definiti dall'assemblea del 22 marzo 2017, fermo restando però che il nuovo corrispettivo (i) dovrà essere di valore equivalente a quello già comunicato al mercato e (ii) si andrà semplicemente ad aggiungere al corrispettivo già comunicato, attribuendo quindi a chi volesse aderire all'offerta la facoltà, da esercitarsi al momento dell'adesione, di optare con riferimento all'intero pacchetto azionario conferito all'OPAS per l'una o per l'altra formula di corrispettivo.*

*Alla luce di quanto sopra Le chiederei cortesemente di confermarmi, tramite una breve nota entro il 22 p.v. - data prevista per l'assemblea straordinaria ed ordinaria - che quanto sopra ipotizzato (i.e. diverso mix tra azioni e cash component, ferma restando l'invarianza del valore complessivo attribuito alle azioni di Bonifiche Ferraresi) non muta le conclusioni da Lei riportate nella Relazione ex art. 2343-ter già rilasciata con riferimento all'attuale contesto."*

L'evasione di questa richiesta era stata sospesa dalla società in attesa delle decisioni del nuovo Consiglio di Amministrazione nominato nell'assemblea tenuta il 22 Marzo 2017. Il 7 Aprile 2017 il nuovo presidente di

BFH ha inviato allo scrivente la richiesta di dare evasione al precedente quesito per la riunione del Consiglio di Amministrazione del 10 Aprile 2017<sup>1</sup>.

Oggetto della presente nota è quindi la verifica che un nuovo *mix* tra componente per cassa e componente per carta riconosciuta agli azionisti aderenti, non muti le conclusioni circa il valore delle azioni BF (oggetto di conferimento) riportate nella relazione dello scrivente del 3 Marzo 2017. Al riguardo va subito sottolineato che le diverse alternative attengono al *mix* di strumenti di pagamento (azioni BFH e cash) e non al valore complessivo del controvalore di scambio che rimarrebbe sempre pari a 25,05 euro per azione BF.

Al riguardo è utile richiamare i termini relativi all'offerta OPASc originaria (di qui Proposta A) e l'offerta OPASc alternativa caratterizzata da una maggiore componente di cassa, di seguito riportata nella proporzione esemplificatami dal Presidente di BFII (di qui Proposta B). La tabella 1 riporta sinteticamente le modalità di pagamento delle azioni apportate all'OPASc nelle alternative che verrebbero proposte ai soci BF.

**Tabella 1: Proposte alternative con riferimento alle modalità di pagamento delle azioni apportate all'OPASc**

	Proposta A	Proposta B
Componente per cassa	€ 1,05 ogni azione BF	€ 4,50 ogni 2 azioni BF
Componente per carta	10 azioni BFII ogni azione BF (Rapporto 10:1)	19 azioni BFH ogni 2 azioni BF (Rapporto 19:2)

Poiché ciascuna azione BFH ha un valore corrispondente al prezzo riconosciuto dai "vecchi soci" nell'aumento di capitale (AuCap) e dal "nuovo socio" nella sottoscrizione del Prestito Obbligazionario Convertendo (di qui POC), pari a 2,40 euro per azione in entrambe le proposte il controvalore di offerta per ogni azione BF è il medesimo, infatti si ha:

- Proposta A:  $€ 2,40 \times 10 + € 1,05 = € 25,05$
- Proposta B:  $€ 2,40 \times 19/2 + € 4,50/2 = € 2,40 \times 9,5 + € 2,25 = € 25,05$ .

La precedente relazione redatta dallo scrivente ha avuto ad oggetto la stima del valore delle azioni BF, a prescindere dal *mix* di azioni e di cassa offerto. Trattandosi tuttavia di una offerta di acquisto e scambio la valutazione ha dovuto considerare che nella sostanza gli effetti economici dell'operazione sono i medesimi che si avrebbero con una operazione di fusione madre (BFH) e figlia (BF). Dunque nella valutazione delle azioni oggetto di possibile conferimento ha avuto rilievo anche il valore attribuito a tali azioni nelle operazioni finanziarie propedeutiche all'OPASc e più precisamente: l'aumento di capitale (AuCap) e l'emissione del prestito obbligazionario convertendo (POC) da parte di BFH regolati ad un prezzo che in trasparenza assegna alle azioni BF un valore pari a 25,05 euro.

È importante rilevare che i termini dell'aumento di capitale e del prestito obbligazionario convertendo non subirebbero alcuna variazione pur in presenza di un diverso *mix* fra azioni BFII e cassa offerti in scambio agli azionisti BF.

<sup>1</sup> Il testo della richiesta pervenutami dal nuovo Presidente recita: "Faccio riferimento all'operazione annunciata in data 13 febbraio 2017 e in particolare alla Sua relazione rilasciata ai sensi dell'art. 2343 ter C.C. In particolare, nel corso dell'Assemblea tenuta in data 22 marzo è stato demandato al Consiglio di Amministrazione di BFII di nuova nomina la decisione circa l'approvazione del corrispettivo alternativo OPASc, di cui alla richiesta già formulata in tal senso in data 16 Marzo (per Sua comodità, di seguito Le riporto il quesito già formulato); in data 6 aprile è stata quindi convocata una riunione del Consiglio di Amministrazione della Società da tenersi in data 10 aprile 2017 con all'ordine del giorno la proposta di approvazione del corrispettivo alternativo per l'OPASc. Per tale ragione, a nome della Società Le chiedo cortesemente di voler dare seguito alla presente richiesta, aggiornando, se del caso, le Sue precedenti valutazioni."

**2. La verifica dell'invarianza del valore delle azioni oggetto di conferimento rispetto alle proposte alternative di corrispettivo a fini OPASc**

La configurazione di valore da assumere ai fini delle valutazioni di conferimento aventi per oggetto azioni (o aziende o rami di azienda) è rappresentata dal minore tra il valore normale di mercato ed il valore intrinseco delle azioni BF. In particolare nella relazione del 3 Marzo 2017 scrivevo:

*“Poiché i PIV richiedono che nelle valutazioni a fini di conferimento che abbiano ad oggetto aziende (o diritti su aziende) la configurazione di valore di riferimento sia il minore fra il valore intrinseco ed il valore normale di mercato dei beni oggetto di conferimento, la presente perizia – in presenza di una misura di valore normale di mercato delle azioni di BF come rappresentata dal prezzo riconosciuto da un investitore professionale indipendente (CDP Equity) sulla base di proprie autonome valutazioni (25,05) – è volta a verificare che il valore intrinseco delle azioni di BF non risulti inferiore a tale prezzo.”*

E' quindi opportuno verificare che i criteri utilizzati ai fini della stima del valore intrinseco e del valore di mercato delle azioni di BF non risultino influenzati dal mix tra componente per carta e componente per cassa riconosciute agli azionisti di BF che aderiscono all'OPASc.

Per quanto riguarda la stima del valore intrinseco delle azioni di Bonifiche Ferraresi non vi è alcun effetto. La stima del valore intrinseco di Bonifiche Ferraresi si fonda infatti su modelli di natura fondamentale del valore *stand alone* di Bonifiche Ferraresi. Tale stima è del tutto indipendente rispetto al tipo di corrispettivo offerto da BFH agli azionisti che intendono aderire all'OPASc su BF.

La stima del valore normale di mercato delle azioni di BF, al contrario, si è fondata sulla ricostruzione del valore delle azioni BF implicitamente riconosciuto dall'investitore professionale indipendente (CDP Equity), all'atto di sottoscrizione del Prestito Obbligazionario Convertendo, operazione che ha genesi tecnicamente in data antecedente al lancio dell'OPASc. La ricostruzione del prezzo implicito è di seguito riportata in Tabella 2.

Poiché tuttavia la sottoscrizione del POC rientra all'interno di una sequenza di operazioni finanziarie fra loro inscindibilmente connesse (AuCap BFH, emissione POC e OPASc<sup>2</sup>), si rende necessaria un'ulteriore verifica di ragionevolezza: che il prezzo di conversione delle azioni BFH previsto dal POC (2,4 €/sh) non risulti significativamente influenzato dalla successiva OPASc, ovvero, in altri termini, che il valore delle azioni BFH che recepisce il debito necessario alla liquidazione della maggiore componente cash dell'OPASc risulti allineato rispetto al valore riconosciuto dall'Investitore Professionale alla data di sottoscrizione del POC. Tale verifica garantisce che il valore implicito per azione di BF, riconosciuto dall'Investitore Professionale, sia il medesimo (indipendentemente dal fatto che l'OPASc si svolga secondo la proposta A o la proposta B) e sia pari a 25,05 €.

**Tabella 2: Identificazione del valore delle azioni BF implicitamente riconosciuto nella sottoscrizione del POC di BFH**

A) Ammontare POC sottoscritto	50'000'000
B) Numero azioni oggetto di conversione	20'833'333
<b>C) Prezzo per azione implicito = A x B</b>	<b>2,40</b>
D) NOSH BFH @ 31.12.2016	65'141'071
E) Equity Value BFH = D x C	156'338'573
F) Altre attività Nette BFH al 31.12.2016	1'791'737
G) Valore Partecipazione in BF = E - F	154'546'836
H) Numero di azioni detenute da BFH in BF	6'169'780
<b>I) Prezzo implicito di BF riconosciuto dall'investitore = G / H</b>	<b>25,05</b>

<sup>2</sup> Per una descrizione dettagliata delle operazioni si rimanda al documento del 3 Marzo 2017

**Prof. Mauro Bini**

Ordinario di Finanza Aziendale  
nell'Università L. Bocconi - Milano

La verifica in parola ha ad oggetto la determinazione del valore di BFH post OPASc. La scelta di tale prospettiva di analisi (BFH in luogo di BF) si spiega in relazione alla necessità di tener conto degli effetti dell'OPASc che si generano a livello di BFII a valle dell'apporto delle azioni BF da parte degli azionisti aderenti all'OPASc. Tali effetti si sostanziano ne:

- il maggior debito connesso al maggior esborso finanziario sostenuto da BFH a fronte del corrispettivo per cassa riconosciuto agli azionisti aderenti all'OPASc;
- il minor numero di azioni di BFH (corrispettivo per carta) emesse a fronte dell'apporto delle azioni BF da parte degli azionisti aderenti all'OPASc.

I due effetti tendono a compensarsi.

In tal senso, la tabella 3, dopo aver illustrato l'equivalenza tra l'approccio *top down* (da  $P_{BFII}$  a  $P_{BF}$ ) rispetto all'approccio *bottom up* (da  $P_{BF}$  a  $P_{BFH}$ ) nella situazione ante-OPASc, evidenzia gli effetti dell'OPASc sul valore di BFII, ipotizzando che:

- le altre attività nette di BFH (rispetto alla partecipazione in BF) si riducano in misura pari al debito che BFH dovrà accendere per far fronte al corrispettivo per cassa dell'OPASc (nell'ipotesi in cui tutti gli azionisti di minoranza di BF aderiscano alla stessa);
- il numero di azioni di BFH cresca in misura pari al numero di azioni emesse a fronte del conferimento delle azioni di BF da parte degli azionisti aderenti all'OPASc (nell'ipotesi che tutti gli azionisti di minoranza di BF aderiscano alla stessa).

L'analisi viene effettuata sia con riferimento ai termini originari dell'operazione (Proposta A) sia con riferimento alle condizioni alternative al vaglio di BFH (Proposta B).

In entrambi i casi, il valore delle azioni di BFII risulta pari a 2,4 € per azione (Tabella 2.2). Tale valore corrisponde ad un valore di mercato delle azioni di BF pari a 25,05 € per azione.

**Tabella 3: Verifica del valore di BFH Post-OPASc, nelle proposte alternative di scambio**

Valori in euro	Proposta A			Proposta B	
	Pre-OPASc	A	Post-OPASc	A	Post-OPASc
	A	B	C = A + B	D	E = A + D
<b>Valore Contabile al 31.12.2016</b>					
Partecipazione in Bonifiche Ferraresi	161'048'553				
Disponibilità liquide	1'204'809				
Crediti	969'774				
- Debiti	-382'846				
Patrimonio netto	162'840'290				
Numero di azioni detenute da BFII in BF	6'169'780	1'705'220 <sup>(i)</sup>	7'875'000	1'705'220 <sup>(i)</sup>	7'875'000
Prezzo riconosciuto a BF dall'investitore	25,05		25,05		25,05
Valore partecipazione in BF	154'552'989	42'715'761 <sup>(ii)</sup>	197'268'750	42'715'761 <sup>(ii)</sup>	197'268'750
Altre attività Netto BFH al 31.12.2016	1'791'737	-1'790'481 <sup>(iii)</sup>	1'256	-3'836'745 <sup>(iii)</sup>	-2'045'008
Equity Value BFH	156'344'726	0	197'270'006		195'223'742
NOSII BFH	65'041'171	17'052'200 <sup>(iv)</sup>	82'093'371	16'199'590 <sup>(v)</sup>	81'240'761
<b>Prezzo per azione BFII implicito in una valorizzazione di BF pari a 25,05 €/sh</b>	<b>2,40</b>		<b>2,40</b>		<b>2,40</b>

(i) Conferimento delle azioni BF (a) 25,05 in ipotesi di adesione all'OPASc pari al 100%

(ii) Debito generato dalla liquidazione del corrispettivo per cassa = 1,05 € ogni azione BF

(iii) Debito generato dalla liquidazione del corrispettivo per cassa = 4,50 € ogni 2 azioni BF

(iv) Azioni BFH emesse a fronte del conferimento di azioni BF in rapporto 1:10

(v) Azioni BFII emesse a fronte del conferimento di azioni BF in rapporto 2:19

## Prof. Mauro Bini

Ordinario di Finanza Aziendale  
nell'Università L. Bocconi - Milano

### 3 Conclusioni

Mi è stato chiesto di verificare se ipotesi alternative di composizione del *mix* (azioni BFH e cassa) dell'offerta OPASc possano influenzare i risultati della stima del valore delle azioni di BF a fini di conferimento (ex art. 2343-ter c.c.) da me compiuta in data 3 Marzo 2017.

La configurazione di valore utilizzata nel precedente documento dello scrivente fa riferimento al minore tra il valore normale di mercato ed il valore intrinseco delle azioni BF.

Il valore intrinseco, avendo a riferimento la stima del valore *stand alone* di BF, non è influenzato dalle scelte relative al corrispettivo da riconoscere agli azionisti aderenti all'OPASc.

Per quanto riguarda il valore normale di mercato, esso è ricavato dal valore delle azioni BF implicito nel prezzo di BFH riconosciuto dall'Investitore Professionale (*CDP Equity*) alla sottoscrizione del POC e dai precedenti soci all'aumento di capitale. Poiché la sottoscrizione del POC è parte di una più complessa operazione entro cui è ricompresa l'OPASc, ho ritenuto opportuno verificare che quest'ultima operazione non generi effetti netti su BFH (in termini di maggiore debito a fronte della componente di cassa dell'OPASc ed in termini di numero di azioni post OPASc) tali da modificare il valore delle azioni BFH. Una modifica delle condizioni stesse porterebbe infatti ad un valore implicito delle azioni BF differente.

Lo scrivente ha quindi stimato il valore per azione di BFH post-OPASc sulla base sia della proposta originaria (Proposta A) sia di una proposta alternativa caratterizzata da un *mix* di pagamento con una maggiore dose di cassa (Proposta B). In entrambi i casi il valore per azione di BFH risulta pari a 2,4 € per azione, valore che coincide con il prezzo conversione di BFH ai sensi del POC.

Il differente *mix* di corrispettivo cui potrebbe essere regolato lo scambio di azioni BFH/BF non conduce a variazioni (rispetto alle quantificazioni che non tengono conto degli effetti dell'OPASc) del prezzo per azione di BFH riconosciuto dall'Investitore Professionale (*CDP Equity*).

Come già evidenziato nella relazione del 3 Marzo 2017, il prezzo per azione di BFH riconosciuto dall'Investitore Professionale (2,40 € per azione) corrisponde ad un valore implicito di BF pari a 25,05 € per azione. In tal senso, anche alla luce della proposta B, il valore normale di mercato di BFH è sempre pari a 25,05 € per azione e costituisce anche il valore minore rispetto al valore intrinseco da me stimato. Ne consegue che i risultati della mia stima del 3 marzo u.s. non subiscono alcuna variazione.

Milano, 10 Aprile 2017

Prof. Mauro Bini  


## VERBALE RELATIVO AL PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE SULLA CONGRUITÀ DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI IN RELAZIONE ALL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE

In data 6 marzo 2017, presso la sede della società in Milano, in via Daniele Manin 23 – Milano, il Collegio Sindacale della "B.F. Holding spa", si è riunito il collegio sindacale nelle persone di:

- dott. Giovanni Mei, presidente del collegio sindacale;
- dott. Roberto Capone, sindaco effettivo,

presenti nel luogo di riunione, e del

- dott. Giovanni Frattini, in audio conferenza,

per redigere il parere del collegio sindacale sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni in caso di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione.

Premesso che:

- ai sensi dell'art. 2441, co. 6, c.c. e della Norma n. 10.1, delle "Norme di comportamento del collegio sindacale - Principi di comportamento del collegio sindacale di società non quotate", emanate dal CNDCEC e vigenti dal 30 settembre 2015, con deliberazione del 13/02/2017, l'organo di amministrazione della società ha deliberato di proporre all'assemblea dei soci:

a) l'aumento del capitale con emissione di nuove azioni, a servizio dell'emissione di un prestito obbligazionario convertibile/convertendo/exchangeable per le quali è prevista l'esclusione del diritto di opzione (AUC Investitore);

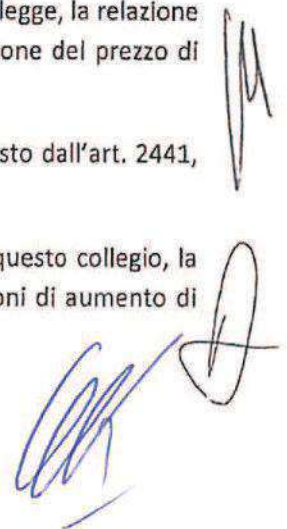
b) l'aumento del capitale con emissione di nuove azioni, a servizio dell'operazione di Offerta Pubblica di Scambio e Acquisto per la quale è prevista l'esclusione del diritto di opzione (AUC OPAS);

- a tal fine lo stesso organo di amministrazione ha demandato al Presidente del Consiglio di Amministrazione la convocazione, nella data da lui ritenuta più opportuna, dell'assemblea straordinaria dei soci, con avviso recante all'ordine del giorno, *inter alia*: deliberazioni sugli aumenti di capitale con limitazione del diritto di opzione agli attuali soci;

- in data 14/02/2017, il collegio ha ricevuto dall'organo di amministrazione, nei termini di legge, la relazione che illustra le operazioni, le ragioni dell'esclusione e i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissioni delle nuove azioni.

Tanto premesso, questo collegio sottopone all'attenzione dei soci il proprio parere previsto dall'art. 2441, co. 6, c.c.

La relazione è redatta con lo scopo di attestare, attraverso l'espressione del giudizio di questo collegio, la congruità, del prezzo di emissione delle nuove azioni in entrambe le ipotizzate operazioni di aumento di capitale, AUC Investitore e AUC OPAS.



Dall'esame della complessiva documentazione prodotta dall'organo di amministrazione, il collegio sindacale osserva e dà atto di quanto segue:

- a) la relazione dell'organo di amministrazione chiarisce la natura, le ragioni e il tipo di aumento di capitale che si intende proporre.

Si tratta, in particolare, di due operazioni di aumento di capitale a pagamento che si inseriscono nel quadro di una più ampia operazione di rafforzamento patrimoniale e di riorganizzazione della società, attuate:

- quanto all'AUC Investitore, mediante sottoscrizione e versamento in denaro;
- quanto all'AUC OPAS, mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie della Società per la Bonifica dei Terreni Ferraresi e per imprese agricole S.p.A. – società agricola (di seguito Bonifiche Ferraresi), sulla base di un rapporto di cambio di 10 azioni di BF Holding di nuova emissione ogni 1 azione di Bonifiche Ferraresi conferita; è previsto un conguaglio in denaro a favore dei conferenti pari a euro 1,05 per ogni azione conferita.

L'aumento di capitale risulta coerente rispetto agli scopi sociali e la sua previsione e attuazione sono improntate ai principi di corretta amministrazione e rispettose dei limiti di legge e delle previsioni statutarie. In particolare, si dà atto che tutte le azioni precedentemente emesse sono state interamente liberate e che non figurano perdite riportate a nuovo.

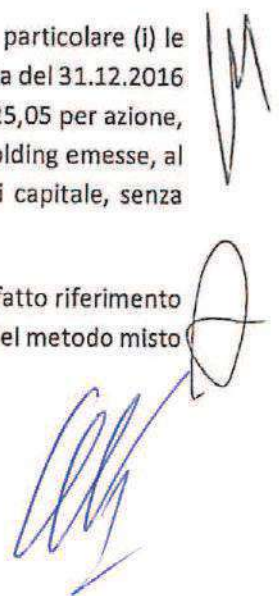
b) L'aumento di capitale prevede:

- quanto all'AUC Investitore, l'emissione di n. 20.833.333 azioni, senza valore nominale, a un prezzo di sottoscrizione, inclusivo di sovrapprezzo unitario di euro 2,40, per un valore massimo di euro 29.166.667. Il prezzo di emissione è pari al valore complessivo dei conferimenti in denaro effettuati;
- quanto all'AUC OPAS, l'emissione di un numero massimo di 17.052.200 azioni, senza valore nominale, a un prezzo di sottoscrizione, inclusivo di sovrapprezzo unitario di euro 2,40, per un valore massimo di euro 23.873.080. Il prezzo di emissione è pari al valore complessivo dei conferimenti in natura effettuati, come risultante dall'apposita perizia di stima effettuata ex art. 2343-ter, dall'esperto indipendente all'uopo nominato, in data 13 febbraio 2017.

Il prezzo di emissione delle nuove azioni è stato determinato dagli amministratori come segue:

- quanto all'AUC Investitore: utilizzando il metodo del Net Asset Value, valorizzando, in particolare (i) la partecipazione che BF Holding detiene in Bonifiche Ferraresi a un prezzo di euro 25,05 per azione, (ii) utilizzando il valore degli altri beni e passività esistenti al 31.12.2016 al valore di carico, (iii) utilizzando il numero di azioni di BF Holding alla data della presente relazione, pari a 65.141.071;
- quanto all'AUC OPAS: utilizzando la metodologia del Net Asset Value, valorizzando, in particolare (i) le attività e le passività di BF Holding diverse dalla partecipazione al valore di carico alla data del 31.12.2016 (ii) la partecipazione che BF Holding detiene in Bonifiche Ferraresi a un prezzo di euro 25,05 per azione, (iii) pro-formando la situazione finanziaria netta, così come il numero delle azioni BF Holding emesse, al fine di tenere conto dell'ammontare dell'AUC Investitore e dell'ulteriore aumento di capitale, senza esclusione del diritto di opzione, riservato ai soci.

Con particolare riferimento alla valutazione di Bonifiche Ferraresi gli Amministratori hanno fatto riferimento al prezzo stabilito nella negoziazione tra le parti dell'AUC Investitore, nonché alle risultanze del metodo misto patrimoniale e reddituale, secondo le migliori prassi previste per una società agricola.





Esso risulta congruo, anche alla luce della negoziazione intercorsa con riferimento all'AUC Investitore, rispetto al valore economico del patrimonio netto risultante dal bilancio al 31.12.2016, in considerazione della finalità di favorire l'ingresso di nuove risorse finanziarie necessarie per attuare il piano industriale 2018-2022 approvato dal Consiglio di Amministrazione.

- c) L'esclusione del diritto di opzione in entrambe le operazioni di aumento di capitale sociale (AUC Investitore e AUC OPAS) è giustificata dagli Amministratori con l'interesse sociale di implementare una più ampia operazione di rafforzamento patrimoniale della società e di riorganizzazione del Gruppo BF Holding / Bonifiche Ferraresi, secondo quanto previsto dal piano industriale, che rappresenta un'importante opportunità di sviluppo e crescita per la società e il gruppo in generale, approvato nelle sue linee essenziali dal Consiglio di Amministrazione della Vostra società in data 13 febbraio 2017.

Secondo la previsione dell'art. 2343-ter c.c. ai valori conferiti, rappresentati dalle azioni di Bonifiche Ferraresi, l'esperto indipendente ha attribuito il valore di euro 25,05 per ciascuna azione ed il collegio sindacale ha potuto analizzare la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito e la sussistenza delle condizioni previste dal citato articolo del Codice Civile.

Sulla scorta delle considerazioni sopra riportate e dalle attività di vigilanza condotte il collegio sindacale esprime parere favorevole alle proposte di aumento di capitale (AUC Investitore e AUC OPAS), di cui alla relazione dell'organo di amministrazione del 13.02.2017.

Tali osservazioni, unitamente alla relazione dell'organo di amministrazione, saranno depositate in copia presso la sede legale della società nei 15 giorni che precedono l'assemblea affinché i soci possano prenderne visione.

Milano, 6 marzo 2017

Il Collegio sindacale

Dott. Giovanni Mei (Presidente)

Prof. Giovanni Frattini (Sindaco effettivo)

Dott. Roberto Capone (Sindaco effettivo)



## SCHEDA DI ADESIONE ALL'OFFERTA PUBBLICA VOLONTARIA DI ACQUISTO E SCAMBIO

ai sensi dell'articolo 102 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 come successivamente modificato ed integrato promossa da B.F. Holding S.p.A. (l'**Offerente** o **BF Holding**) su massime n. 1.705.220 azioni ordinarie (l'**Offerta** o **OPAS**) di Bonifiche Ferraresi S.p.A. Società Agricola (**Bonifiche Ferraresi**)

Spett.le ..... [Intermediario Incaricato]

Il/La sottoscritto/a .....

codice fiscale/partita IVA .....

nato/a a ..... il .....

cittadinanza/nazionalità .....

residente a/sede legale in ..... Via .....

(l'**Azionista Aderente**)

titolare di n. .... azioni ordinarie emesse da Bonifiche Ferraresi, del valore nominale di Euro 1,03 ciascuna (le **Azioni Bonifiche Ferraresi**), di cui garantisce la legittima e piena proprietà e disponibilità nonché l'assenza di oneri e vincoli di qualsiasi genere e natura, reali o personali

### PREMESSO

che ai termini con iniziale maiuscola deve attribuirsi il significato indicato nella presente scheda (la **Scheda di Adesione**) ovvero nel documento di offerta (il **Documento di Offerta**) messo a disposizione del pubblico presso la sede legale dell'Offerente (Via Manin 23, 20121 - Milano) e presso gli Intermediari Depositari e gli Intermediari Incaricati, nonché pubblicato sul sito *internet* del Gruppo [www.bonificheferraresi.it](http://www.bonificheferraresi.it)

### DICHIARA

di aver preso conoscenza di tutte le condizioni, i termini e le modalità dell'Offerta, ivi incluso l'ammontare, la natura e le modalità di determinazione del Corrispettivo OPAS (nelle forme del Corrispettivo Originario o del Corrispettivo Alternativo) che sarà riconosciuto per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'Offerta, come specificati nel Documento di Offerta. L'Azionista Aderente mediante la sottoscrizione della presente Scheda di Adesione

### ADERISCE

all'Offerta per n. .... Azioni Bonifiche Ferraresi che:

- risultano già depositate presso di Voi nel deposito titoli n. .... intestato a .....
- verranno immesse nel citato deposito a seguito della liquidazione di borsa
- vengono depositate presso di Voi, contestualmente alla sottoscrizione della presente Scheda di Adesione
- verranno a Voi trasferite/depositate presso di Voi, in tempo utile, per incarico espressamente accettato in calce alla presente Scheda di Adesione, dall'Intermediario Depositario.

### AUTORIZZA

l'immissione delle Azioni Bonifiche Ferraresi sopra indicate in un deposito transitorio presso di Voi vincolato ai fini dell'Offerta.

### CONSENTE

sin d'ora il trasferimento delle Azioni Bonifiche Ferraresi immesse nel suddetto deposito transitorio, conferendoVi mandato irrevocabile ad eseguire o a far eseguire, in nome e per conto del/della sottoscritto/a, tutte le formalità necessarie per il trasferimento delle Azioni Bonifiche Ferraresi all'Offerente, il tutto contro regolamento del Corrispettivo Originario (o del Corrispettivo Alternativo, esclusivamente in caso di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo, come di seguito specificato) alla data indicata nel Documento di Offerta.

### DICHIARA

di accettare sin d'ora lo storno dell'operazione qualora venissero riscontrate irregolarità nei dati contenuti nella presente Scheda di Adesione a seguito delle verifiche e dei controlli successivi alla consegna delle Azioni Bonifiche Ferraresi.

### PRENDE ATTO CHE

- la propria adesione all'Offerta è irrevocabile, salvo quanto previsto dalla vigente normativa (si veda il Paragrafo F.1.2 del Documento di Offerta);
- per ciascuna Azione Bonifiche Ferraresi portata in adesione all'Offerta, BF Holding riconoscerà agli Azionisti Aderenti, a scelta di questi ultimi, due forme di corrispettivo, tra loro alternative, come più puntualmente specificato nella Sezione E – Paragrafo E.1 del Documento di Offerta. In particolare, gli Azionisti Aderenti avranno diritto a ricevere:
  - o il **Corrispettivo Originario**, rappresentato da (i) n. 10 azioni ordinarie di BF Holding di nuova emissione, quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (ciascuna, una **Azione BF Holding**) e (ii) la somma di Euro 1,05; ovvero
  - o il **Corrispettivo Alternativo**, rappresentato da (i) n. 9,5 Azioni BF Holding e (ii) la somma di Euro 2,25;
- nei casi di esercizio dell'Opzione Corrispettivo Alternativo e di apporto all'OPAS di un numero dispari di Azioni Bonifiche Ferraresi, il Corrispettivo Alternativo sarà riconosciuto all'Azionista Aderente per tutte le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione ad eccezione di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi, pertanto tenuto conto dei resti che comporterebbe il Corrispettivo Alternativo, gli Azionisti Aderenti che optino per il Corrispettivo Alternativo riceveranno 19 Azioni BF Holding e la somma di Euro 4,50 per ogni 2 Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione; resta inteso che l'Azionista Aderente titolare di un'unica Azione Bonifiche Ferraresi potrà optare esclusivamente per il Corrispettivo Originario;
- la scelta del Corrispettivo Originario o del Corrispettivo Alternativo è irrevocabile e può essere effettuata esclusivamente (i) contestualmente all'adesione all'Offerta e, dunque, alla sottoscrizione della presente Scheda di Adesione e (ii) per tutte (e non meno di tutte) le Azioni Bonifiche Ferraresi che l'Azionista Aderente che si avvalga dell'Opzione Corrispettivo Alternativo porti in adesione all'Offerta;
- il Corrispettivo Alternativo (in luogo del Corrispettivo Originario) sarà riconosciuto esclusivamente agli Azionisti Aderenti che decidano di esercitare nell'ambito di questa Scheda di Adesione l'Opzione Corrispettivo Alternativo, in conformità a quanto previsto nel Documento di Offerta e più innanzi, nella presente Scheda di Adesione;
- nel Documento di Offerta è previsto che il pagamento del Corrispettivo OPAS verrà effettuato il quinto Giorno di Borsa Aperta successivo al termine del Periodo di Adesione (si vedano i Paragrafi F.6 e F.7 del Documento di Offerta);
- resta ad esclusivo carico dell'Azionista Aderente il rischio che il proprio Intermediario Depositario non consegni la Scheda di Adesione e, se del caso, non depositi le Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione all'Offerta presso gli Intermediari Incaricati entro l'ultimo giorno del Periodo di Adesione, nonché il rischio che l'Intermediario Depositario non provveda ad accreditare tempestivamente a suo beneficio il Corrispettivo OPAS;

- l'Offerta si perfezionerà solo in caso di raggiungimento della Soglia Minima OPAS e di Quotazione delle Azioni BF Holding, come illustrato e descritto al Paragrafo A.1. del Documento di Offerta.

**OPZIONE CORRISPETTIVO ORIGINARIO**

**AUTORIZZA**

1. codesto Intermediario Incaricato con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione, a regolare/far regolare il Corrispettivo Originario:
  - con il deposito di numero ..... Azioni BF Holding spettanti al/alla sottoscritto/a come componente in azioni del Corrispettivo Originario, mediante la relativa registrazione, in regime di dematerializzazione, nel conto titoli n. ...., presso ....., intestato a .....
  - con la corresponsione di Euro ..... quale componente in denaro del Corrispettivo Originario, mediante:
    - accreditato sul c/c n. .... intestato a ..... presso ..... IBAN .....
    - assegno circolare non trasferibile intestato a .....

ovvero, in alternativa

**OPZIONE CORRISPETTIVO ALTERNATIVO**

**AUTORIZZA**

2. codesto Intermediario Incaricato con riferimento a tutte le (e dunque non solo a una parte delle) Azioni Bonifiche Ferraresi portate in adesione, a regolare/far regolare il Corrispettivo Alternativo:
  - con il deposito di numero ..... Azioni BF Holding spettanti al/alla sottoscritto/a come componente in azioni del Corrispettivo Alternativo, mediante la relativa registrazione, in regime di dematerializzazione, nel conto titoli n. ...., presso ....., intestato a .....
  - con il versamento di Euro ..... quale componente in denaro del Corrispettivo Alternativo, mediante:
    - accreditato sul c/c n. .... intestato a ..... presso ..... IBAN .....
    - assegno circolare non trasferibile intestato a .....

Fatta eccezione per quanto precede, valgono e vengono dunque confermati tutti i termini, le condizioni e le modalità illustrati o comunque richiamati in precedenza nella Scheda di Adesione.

**DICHIARA**

- di essere al corrente che l'Offerta è rivolta a parità di condizioni a tutti i titolari delle Azioni Bonifiche Ferraresi ma è promossa esclusivamente sul mercato italiano, in quanto le Azioni Bonifiche Ferraresi sono negoziate unicamente sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e non è stata promossa negli Stati Uniti d'America, in Canada, in Giappone e in Australia né in alcun altro paese in cui tale Offerta non sia consentita in assenza di autorizzazione da parte delle competenti autorità (tali paesi, nonché gli Stati Uniti d'America, il Canada, il Giappone e l'Australia, sono congiuntamente definiti come gli **Altri Paesi**);
- di non trovarsi in alcuno degli Altri Paesi quando questa Scheda di Adesione è firmata o consegnata.

*Ai sensi dell'art. 13 del D. Lgs. n. 196/2003, si rende noto che i dati personali forniti all'atto della sottoscrizione della presente Scheda di Adesione saranno oggetto di trattamento, anche mediante utilizzo di procedure informatiche e telematiche, per finalità direttamente connesse e strumentali all'Offerta (raccolta delle adesioni, verifica della regolarità delle stesse, riparto e assegnazione). Relativamente al suddetto trattamento, l'interessato potrà esercitare tutti i diritti di cui all'art. 7 del D. Lgs. n. 196/2003. I dati personali saranno trattati, in qualità di separati ed autonomi titolari, ciascuno per le finalità connesse e strumentali al proprio ruolo nell'operazione, dagli Intermediari Incaricati, dall'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, dall'Offerente, dagli Intermediari Depositari e da società da questi individuate che svolgono attività funzionali o di supporto in quanto necessario all'operazione, alle quali i dati personali potranno essere comunicati e la cui precisa identità potrà essere conosciuta rivolgendosi direttamente agli Intermediari Incaricati, all'Intermediario Incaricato del Coordinamento della Raccolta delle Adesioni, all'Offerente e agli Intermediari Depositari (ai quali pure potrà essere richiesto di conoscere l'identità degli eventuali rispettivi loro responsabili del trattamento).*

....., li .....

.....  
Azionista Aderente

.....

Timbro e firma dell'Intermediario Incaricato

**L'INTERMEDIARIO DEPOSITARIO** presso il quale è stata depositata la presente Scheda di Adesione dichiara all'atto della presentazione da parte dell'Azionista Aderente e sotto la propria responsabilità:

- a) di essere depositario delle sopraindicate Azioni Bonifiche Ferraresi di proprietà dell'Azionista Aderente; e
- b) di provvedere alle formalità necessarie al trasferimento delle menzionate Azioni Bonifiche Ferraresi presso codesto Intermediario Incaricato esclusivamente per il tramite di Monte Titoli S.p.A. entro e non oltre il termine del Periodo di Adesione.

.....  
Timbro e firma dell'Intermediario Depositario