

BIOERA S.p.A.

Sede legale:
via Palestro, 6 - Milano

Capitale sociale: Euro 13.000.000 i.v.

Registro Imprese: Milano

Codice fiscale: 03916240371

Partita IVA: 0067611209

Nota Illustrativa relativa ad operazione di minore rilevanza con parte correlata

concernente l'accettazione di una proposta transattiva da parte di Biofood Holding S.r.l. in liquidazione relativa al credito vantato da Bioera S.p.A. in ragione della cessione della partecipazione in International Bar Holding S.r.l.

La presente Nota Illustrativa è stata messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale e sul sito internet di Bioera S.p.A. (www.bioera.it) in data 14 giugno 2014.

La pubblicazione è effettuata su richiesta della Consob ai sensi dell'art. 114, comma 5, del d.lgs. n. 58/1998.



**ACCETTAZIONE DI PROPOSTA TRANSATTIVA DA PARTE DI BIOFOOD HOLDING S.r.l.
in liquidazione RELATIVA AL CREDITO VANTATO DA BIOERA S.p.A. IN RAGIONE
DELLA CESSIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN INTERNATIONAL BAR HOLDING S.r.l.**

**NOTA ILLUSTRATIVA RELATIVA AD OPERAZIONE DI MINORE RILEVANZA CON
PARTE CORRELATA**

Premessa

La presente nota illustrativa ("**Nota**") è predisposta su richiesta della Consob, ai sensi dell'art. 114, comma 5, del D.Lgs. n. 58/1998, al fine di offrire agli azionisti di Bioera S.p.A. ("**Bioera**", o la "**Società**") informazioni in relazione all'accettazione della proposta transattiva presentata da Biofood Holding S.r.l. in liquidazione ("**Biofood Holding**") con riferimento al credito vantato dalla Società in ragione della cessione della partecipazione in International Bar Holding S.r.l. ("**IBH**").

Il Consiglio di Amministrazione di Bioera S.p.A. del 30 aprile 2014 ha esaminato la proposta di pagamento avanzata da Biofood Holding con riferimento al credito vantato dalla Società, per complessivi Euro 796 migliaia, di cui alla componente fissa del prezzo di compravendita della partecipazione in IBH, operazione avvenuta nel maggio 2011.

In data 30 aprile 2014, ad esito dell'ottenimento di un parere da parte di un professionista indipendente appositamente incaricato, nonché del parere rilasciato dal Collegio Sindacale di Bioera quale Presidio equivalente al Comitato Parti Correlate, gli Amministratori hanno deliberato di accettare la proposta presentata da Biofood Holding, determinando in Euro 6,0 il valore da attribuire a ciascuna azione Ki Group offerta come strumento di *datio in solutum* e, conseguentemente, calcolare il numero di azioni Ki Group da trasferirsi a Bioera a titolo di saldo della componente fissa del prezzo di compravendita della partecipazione in IBH, salvo conguaglio per eventuali interessi; la valutazione di ciascuna azione Ki Group è stata liberamente determinata dal Consiglio di Amministrazione di Bioera all'interno del *range*, da Euro 5,8 a Euro 6,5, attestato quale "*valore congruo*" dal professionista indipendente.

L'operazione è qualificabile come "*di minore rilevanza*", ai sensi del paragrafo 5.11 della Procedura per le Operazione con Parti Correlate adottata dalla Società, in quanto il controvalore non eccede alcun indice di rilevanza di cui al paragrafo 5.8 della Procedura.

Bioera ha, in occasione della sua approvazione, fornito al mercato informazioni concernenti l'operazione in un comunicato stampa diffuso in data 30 aprile 2014.

* * *

Le ragioni economiche sottostanti l'accettazione della proposta transattiva e l'accoglimento della *datio in solutum* di azioni Ki Group in luogo del pagamento in denaro si sostanziano nella

constatazione da parte del Consiglio di Amministrazione della indisponibilità della società debitrice Biofood Holding a provvedere al pagamento in denaro di quanto dovuto, nonché nella valutazione effettuata, anche sulla scorta dei pareri ricevuti, circa la maggiore convenienza della soluzione prospettata rispetto all'eventuale avvio di un'azione di recupero; ciò anche avuto riguardo ai prevedibili tempi per l'ottenimento di un provvedimento esecutivo, nonché alla situazione economica e patrimoniale di Biofood Holding, che, in base all'analisi della documentazione e delle informazioni messe a disposizione, è risultata priva di aspettative di ricavi e/o entrate differenti da quelle derivanti dalla liquidazione dell'attivo, concentrato nella partecipazione in IBH, nonché dall'eventuale incasso dei crediti dalla stessa vantati e alla ristrutturazione delle posizioni debitorie.

Al contempo, l'accoglimento della proposta di Biofood Holding è stato valutato altresì nell'interesse di Bioera in quanto l'acquisizione di azioni Ki Group si dimostra idonea sia a rafforzare il controllo sulla controllata Ki Group S.p.A. (anche in considerazione delle azioni che la Società potrebbe essere obbligata a trasferire a titolo di c.d. *bonus share*, entro la fine dell'esercizio 2014, agli azionisti Ki Group che ne avranno maturato il diritto), sia a proteggere la Società dal rischio di perdita dei benefici derivanti dal consolidato fiscale inclusivo del Gruppo Ki Group, ai fini del quale non viene considerata la quota di partecipazione nella stessa Ki Group oggetto di pegno a favore di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. Con riferimento a tale ultimo aspetto, si segnala che gli Amministratori hanno ulteriormente valutato che i risultati conseguibili in tal modo, anticipando l'eventuale futura necessità di procedere all'acquisto sul mercato delle azioni Ki Group eventualmente mancanti ai fini del mantenimento del controllo, avrebbero evitato alla Società la necessità di dover procedere in futuro con relativo impiego di disponibilità liquide.

Le azioni Ki Group necessarie al pagamento del debito da parte di Biofood Holding sono state messe a disposizione della stessa Biofood Holding da Biofood Italia S.r.l. ("**Biofood Italia**", controllante diretta della Società); in data 20 maggio 2014, Biofood Holding, Biofood Italia e la Società hanno sottoscritto un contratto per il trasferimento di azioni e il pagamento del debito pecuniario, in forza del quale Biofood Italia si è impegnata a trasferire a Bioera parte delle azioni Ki Group in suo possesso, ad una valorizzazione unitaria di Euro 6,0 ciascuna coerentemente a quanto deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Bioera del 30 aprile 2014, sino a concorrenza dell'importo dovuto alla Società da Biofood Holding a titolo di capitale e interessi maturati. Bioera non ha assunto impegni, né ha condizionato il proprio diritto di ricevere le azioni Ki Group da Biofood Italia, in adempimento dell'obbligazione assunta da Biofood Holding, in relazione alle posizioni di debito/credito tra Biofood Holding e Biofood Italia e alle eventuali ulteriori relazioni giuridiche derivanti dall'operazione di trasferimento. Il trasferimento delle azioni è atteso entro la fine del mese di giugno 2014.

La Società non ha ragione di ravvedere incompatibilità tra l'operazione e la procedura di liquidazione volontaria di Biofood Holding, anche con riferimento alla soddisfazione di eventuali ulteriori creditori della stessa, considerato che Biofood Holding risulta creditrice, al 31 dicembre

2013, di Biofood Italia per circa Euro 2,1 milioni, a fronte di un finanziamento dalla stessa concesso, all'epoca, in qualità di controllante diretta di Biofood Italia.

* * *

In relazione a quanto sopra rappresentato, si segnala che il Consiglio di Amministrazione, ai fini dell'adozione delle proprie determinazioni, si è avvalso dell'ausilio di un esperto indipendente di chiara fama, il Dott. Lelio Fornabaio, che ha in merito rilasciato un proprio parere in data 29 aprile 2014.

Sulla base delle analisi effettuate e delle informazioni ricevute, l'esperto ha ritenuto di poter attestare che il "*valore congruo*" delle azioni Ki Group da attribuire nell'ambito dell'operazione di *datio in solutum* del debito di Biofood Holding, in un'ottica strategica, con conseguente prevista classificazione delle azioni Ki Group tra le immobilizzazioni non indirizzate al *trading*, fosse compreso tra Euro 5,8 e Euro 6,5.

L'esperto ha ritenuto che il valore congruo delle azioni Ki Group su cui avrebbero dovuto orientare la scelta gli Amministratori dovesse collocarsi nell'intervallo compreso tra il c.d. "*valore liquidabile*" e il c.d. "*valore strategico*". Con riferimento al *valore liquidabile*, trattandosi di un'operazione di *datio in solutum*, occorre partire dalla considerazione che il credito di Bioera verso Biofood Holding è di natura finanziaria (certo, liquido ed esigibile) e pertanto, in prima approssimazione, il valore da attribuire alle azioni offerte da Biofood Holding deve tendere ad avere la stessa natura per poter essere correlato; sotto il secondo profilo (valore strategico), invece, occorre considerare che la Società ritiene che le azioni Ki Group non saranno destinate alla vendita, ma verranno iscritte nelle immobilizzazioni finanziarie incrementando il valore della partecipazione già detenuta, in un'ottica di lungo periodo.

Il "*valore liquidabile*" è stato pertanto determinato pari al prezzo medio ponderato delle azioni Ki Group dal giorno dell'ammissione alla negoziazione all'AIM Italia (18 novembre 2013) al 14 aprile 2014, e pertanto pari a Euro 5,8 (valore arrotondato); tenuto conto che il titolo non è scambiato giornalmente e che risente di una volatilità medio-alta tipica di certi mercati, infatti, l'esperto ha ritenuto di non considerare la quotazione dell'ultimo giorno, o di un periodo ravvicinato, ma l'intero periodo di negoziazione di cinque mesi a far data dal collocamento sul mercato AIM Italia (mercato alternativo del capitale organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.), in modo da sterilizzare eventuali oscillazioni temporanee. L'azione Ki Group soffre di uno scarso grado di liquidità nel breve periodo; il rischio di illiquidità, pur considerato, può essere però mitigato e assorbito in un'ottica industriale e strategica, nonché dalla natura di pacchetto di maggioranza del capitale sociale di Ki Group e da una politica dei dividendi in linea con le previsioni del piano presentato in Borsa.

Il "*valore strategico*" è stato individuato pari al prezzo determinato da Bioera stessa in data 13 novembre 2013 nell'ambito dell'operazione di Collocamento Privato delle azioni Ki Group sul

mercato AIM Italia, e pertanto pari a Euro 6,5; tale determinazione era stata effettuata dalla Società sulla base di una precedente perizia e delle indicazioni espresse dagli investitori negli ordini di acquisto e sottoscrizione raccolti nell'ambito del Collocamento Privato. Preso atto di tale valore, infatti, l'esperto ha ritenuto di non procedere ad una nuova valutazione di Ki Group, ma piuttosto di verificare che nel periodo intercorso dalla valutazione in poi non ci fossero stati eventi significativi ("*trigger events*") che potessero aver modificato i c.d. "*driver di valore*" che avevano portato il valutatore, il Consiglio di Amministrazione ed il mercato a determinare il valore economico di Ki Group in Euro 6,5 per azione.

Su richiesta della Consob, si segnala infine che al professionista indipendente, ai fini del rilascio del proprio parere, non è stata fornita copia del bilancio al 31 dicembre 2012 di Biofood Holding; ciò in quanto lo stesso non risulta essere mai stato oggetto di approvazione da parte dell'assemblea, essendo nel frattempo intervenuta la messa in liquidazione volontaria della società e la redazione di una situazione patrimoniale al 31 dicembre 2013 ex art. 2482-*bis* del Codice Civile, di cui si è avuta invece disponibilità.

* * *

In relazione a quanto sopra rappresentato, si segnala altresì, su richiesta della Consob, che il parere rilasciato dal Collegio Sindacale di Bioera, in qualità di Presidio equivalente al Comitato Parti Correlate, è stato adottato a maggioranza dei propri componenti, avendo il Presidente del Collegio Sindacale, in prima battuta, espresso in merito parere contrario.

A motivo del proprio parere contrario, il Presidente del Collegio Sindacale aveva, in sede di rilascio del parere, ritenuto che l'operazione non fosse per la Società di interesse e convenienza, in particolar modo, quanto alla convenienza, laddove non si fosse quotata la controprestazione della *datio in solutum* delle azioni Ki Group ad un valore "*normale*", identificabile con il valore di mercato, ovvero al minimo della forchetta di valore congruo indicata dal professionista indipendente; le ragioni del dissenso risiedevano pertanto nel non riconoscimento della sostanziale correttezza delle possibili condizioni dell'operazione, assumendo che la stessa avrebbe attribuito alla Società, per la soddisfazione del proprio credito, un valore di titoli azionari ritenuti difficilmente negoziabili e dunque altamente illiquidi.

All'esito della discussione consiliare del 30 aprile 2014, il Presidente del Collegio Sindacale, considerati, da un lato, la natura strategica per Bioera della partecipazione in Ki Group S.p.A. (con conseguente prevista classificazione delle azioni Ki Group tra le immobilizzazioni non indirizzate al *trading*) e, dall'altro lato, l'indirizzo manifestato all'esito della discussione consiliare circa la valorizzazione da attribuire alle azioni Ki Group nella parte bassa della forchetta di valore congruo definito dal professionista indipendente (tra Euro 5,8 e Euro 6,5), vale a dire Euro 6,0 per azione, ha ritenuto che le perplessità richiamate a motivo del proprio dissenso avessero trovato sostanziale soddisfazione, motivandosi quindi ad aderire, in definitiva, al parere favorevole già rilasciato dagli altri componenti del Collegio.

* * *

Con riferimento al mancato pagamento della componente variabile del credito (*earn out*) oggetto del lodo arbitrale reso in data 1 luglio 2013, su richiesta della Consob si segnala quanto segue.

All'esito del lodo arbitrale, nella riunione del 4 luglio 2013, il Consiglio di Amministrazione di Bioera deliberava di richiedere a Biofood Holding l'adempimento spontaneo di quanto prescritto, astenendosi pertanto dal richiedere l'apposizione allo stesso dell'*exequatur* di esecutorietà; nella riunione del 14 novembre 2013, gli Amministratori prendevano atto dei contatti, ancorché informali, intervenuti con la stessa Biofood Holding e del preannunciato invio di una proposta di definizione complessiva della vertenza. Facevano seguito ulteriori scambi, all'esito dei quali veniva presentata da parte di Biofood Holding, in data 11 febbraio 2014, una proposta transattiva, avente ad oggetto anche il debito derivante dal lodo arbitrale, rispetto alla quale veniva avviata un'istruttoria, i cui esiti preliminari erano valutati dal Consiglio di Amministrazione del 10 marzo 2014, all'esito del quale veniva richiesto il supporto dell'esperto indipendente e il rilascio da parte dello stesso di un parere professionale.

La proposta presentata da Biofood Holding in data 11 febbraio 2014, anche all'esito di preliminari interlocuzioni, veniva revocata e sostituita con una nuova proposta inviata alla Società in data 11 aprile 2014; rispetto a questa nuova proposta veniva portata a termine l'istruttoria con l'ausilio dell'esperto indipendente e l'intervento del Collegio Sindacale, in qualità di Presidio equivalente al Comitato Parti Correlate.

Nel corso della riunione del 30 aprile 2014, il Consiglio di Amministrazione che ha accettato la proposta transattiva, preso altresì atto che la stessa non ricomprendeva il credito vantato dalla Società derivante dalla pronuncia del lodo arbitrale (per il quale si dava anzi atto dell'intenzione di procedere all'impugnazione in via giurisdizionale), ha deliberato di avviare la messa in esecuzione del lodo, dando mandato ai propri legali in tal senso.

Ad oggi non risulta notificata alla Società l'impugnativa del lodo arbitrale da parte di Biofood Holding.

In risposta a una richiesta di chiarimento della Consob, con riferimento alle tempistiche intercorse tra il ricevimento della prima proposta avanzata da Biofood Holding (11 febbraio 2014) e la richiesta di un parere professionale in merito (10 marzo 2014), si segnala che la decisione è stata assunta dagli Amministratori nel corso della prima riunione di Consiglio utile, avendo nel frattempo già esaminato criticamente i rischi e le opportunità derivanti da tale prima proposta e formulato le considerazioni che avrebbero condotto alla decisione di investire un esperto indipendente del compito di coadiuvare il Consiglio nella valutazione dei profili tecnici connessi alla proposta stessa.

Sempre su richiesta della Consob, si segnala infine che, come riportato nelle note al bilancio consolidato e al bilancio d'esercizio di Bioera per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013, con riferimento al credito scaturente dall'arbitrato concluso nel mese di luglio 2013, gli Amministratori, considerato il parere dei propri legali e tenuto conto della manifestata intenzione di Biofood Holding di appellare il lodo, hanno ritenuto di considerare recuperabile il 60% del credito complessivamente accertato; tale giudizio ha tenuto conto del fatto che Biofood Italia si è costituita irrevocabilmente e incondizionatamente fideiussore a garanzia dell'eventuale obbligazione di Biofood Holding in caso di esito negativo per la stessa dell'impugnazione del lodo arbitrale, nonché del parere ricevuto per i profili tecnico-legali. Con riferimento agli esiti ragionevolmente prevedibili in caso di impugnazione del lodo, il professionista incaricato dalla Società ha valutato il rischio di soccombenza, qualora il giudizio di appello al lodo addivenisse alla valutazione di merito, come probabile, ma ha altresì ritenuto concreta la possibilità che il giudizio si possa arrestare di fronte a una pronuncia di rito circa l'inammissibilità dell'impugnazione, tale per cui il rischio effettivo possa essere conclusivamente valutato come meramente possibile.

* * *

A corredo della presente Nota si allegano:

- lodo arbitrale del 1 luglio 2013, ai sensi del quale è sorto il diritto al pagamento in favore della Società della somma di Euro 819 migliaia, oltre interessi e rivalutazioni a titolo di *earn-out*;
- parere "*approvato a maggioranza*" dei componenti del Collegio Sindacale in qualità di Presidio equivalente al Comitato Parti Correlate relativo alla proposta formulata da Biofood Holding in merito al pagamento del credito vantato dalla Società per effetto della cessione della partecipazione in IBH avvenuta in data 3 maggio 2011.

* * *

Milano, 14 giugno 2014

BIOERA S.p.A.

Dott.ssa Daniela Garnero Santanchè
Presidente del Consiglio di Amministrazione

011 5683443

LODO ARBITRALE

L'Organo Arbitrale, costituitosi in data 17 luglio 2012 nella persona del Prof. Avv. Paolo Montalenti (l'"Organo Arbitrale" o l' "Arbitro Unico"), per la decisione della controversia promossa da:

Bioera S.p.A., con sede legale in Milano, via Palestro 6, iscritta al Registro delle Imprese di Milano, C.F. e numero di iscrizione 03916240371, in persona dell'Avv.to Antonio Segni in qualità di amministratore vice-presidente autorizzato a rappresentare Bioera S.p.A. nel procedimento e domiciliata presso la sede sociale in Milano, via Palestro 6 (di seguito "Bioera");

- attrice -

contro

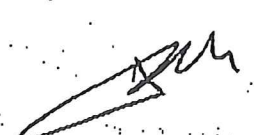
Biofood Holding S.r.l., con sede legale in Milano, piazza Cavour 3, iscritta al Registro delle Imprese di Milano, C.F. e numero di iscrizione 11183231007, in persona del legale rappresentante pro-tempore Ing. Canio Giovanni Mazzaro, domiciliata presso la sede sociale in Milano, piazza Cavour 3 (di seguito "Biofood" e, congiuntamente a Bioera, le "Parti");

- convenuta -

ha pronunciato in data odierna il seguente:

LODO**I. SVOLGIMENTO DEL PROCEDIMENTO E QUESITI DELLE PARTI**

1. In data 9 luglio 2012, le Parti attivavano il presente procedimento arbitrale rituale e di equità (il "Procedimento") comunicando, attraverso posta elettronica certificata Biofood anticipata via telefax, la "Scrittura Privata di Compromesso Arbitrale Rituale" (il "Compromesso") dalle stesse sottoscritta in data 6 luglio 2012 per conferire incarico al prof. avv. Paolo Montalenti per decidere della controversia insorta in relazione al contratto con cui Bioera trasferì in data 3 maggio 2011 a Biofood la partecipazione da essa detenuta in International Bar Holding S.r.l. ("IBH"), così nominando arbitro unico il Prof. Avv. Paolo Montalenti ed esponendo alcune circostanze concernenti l'operazione di cessione, perfezionatasi nel maggio 2011, da parte di Bioera a favore di Biofood della partecipazione in IBH, nonché la successiva cessione, perfezionatasi il 20 gennaio



011 5683443

2012, da IBH a GF Immobiliare S.r.l. ("GF Immobiliare") della partecipazione in General Fruit S.r.l. ("General Fruit"), fatti meglio descritti *infra* nella Sezione II del presente lodo.

2. Più precisamente come risulta dalla scrittura privata:

«a. Le Parti conferiscono incarico al prof. avv. Paolo Montalenti,

con studio in Torino, alla via Torricelli, n. 4, quale Arbitro Unico, di decidere in merito alle seguenti domande:

(i) se l'occorrenza delle circostanze indicate nei punti 3 e 4 delle premesse, nonché delle eventuali ulteriori circostanze di fatto che potranno essere evidenziate in sede arbitrale, abbia determinato l'insorgenza in capo a Bioera del diritto di ricevere da Biofood Holding il pagamento di un earn out ai sensi e per gli effetti di cui al Contratto stipulato tra le Parti in data 3 maggio 2011;

(ii) in caso di risposta affermativa alla domanda che precede, quale sia l'entità dell'importo di cui Bioera ha diritto di ricevere il pagamento a titolo di earn out.

b. L'Arbitro Unico provvederà senza alcuna formalità di procedura e con esonero delle Parti dalla necessità della difesa tecnica, esaminando:

- la documentazione relativa alla cessione da International Bar Holding a GF Immobiliare della partecipazione detenuta in General Fruit;
- gli atti e i documenti del Consiglio di Amministrazione di Bioera;
- gli ulteriori atti e documenti eventualmente prodotti dalle Parti, o che l'Arbitro Unico vorrà eventualmente richiedere;

e tenuto conto:

- della situazione esistente al momento della stipulazione del Contratto, anche alla luce della imminente riammissione del titolo Bioera alla quotazione in Borsa;
- degli eventi accaduti dalla data della stipulazione del Contratto alla data della cessione, da International Bar Holding a GF Immobiliare, della partecipazione detenuta in General Fruit;

011 5683443

- delle ulteriori circostanze di fatto, alla stregua della documentazione che sarà fornita dalle Parti e che egli vorrà richiedere.

c. Alla stregua dell'analisi svolta, voglia l'Arbitro Unico:

✓ decidere se sussista il diritto di Bioera a conseguire il versamento di un *earn out* da parte di Biofood Holding per effetto della cessione, da parte di International Bar Holding a GF Immobiliare, della partecipazione detenuta in General Fruit;

✓ in caso affermativo, determinare la somma che Biofood Holding dovrà riconoscere a Bioera, nonché le modalità di corresponsione della stessa.

d. L'Arbitro Unico è espressamente autorizzato dalle Parti a decidere anche secondo equità.»

3. In data 17 luglio 2012, si costituiva in udienza, alla presenza delle Parti, l'Organo Arbitrale nella persona del Prof. Avv. Paolo Montalenti, il quale fissava termini per memorie e repliche.

L'Organo Arbitrale fissava la sede del Procedimento presso il proprio studio di Torino, via Torricelli 4, con possibilità di fissare udienze anche presso il proprio studio di Milano, Foro Buonaparte 20 e, con il consenso delle Parti, nominava Segretario del Procedimento l'avv. Paolo Rainelli.

In sede di costituzione dell'Organo Arbitrale, le Parti confermavano e davano atto che il Compromesso prevedeva l'arbitrato rituale e di equità e concedevano all'Organo Arbitrale, termine per la pronuncia del lodo in ragione di novanta giorni (ferma la sospensione feriale dal 1° agosto al 31 agosto) dal termine concesso per il deposito dell'ultimo atto difensivo o della discussione.

4. In data 27 luglio 2012, Bioera depositava in termini una memoria introduttiva corredata di documentazione, mediante la quale avanzava la seguente domanda:

“Voglia l'Ill.mo Arbitro Unico, rigettata ogni contraria istanza, eccezione e deduzione, così giudicare: NEL MERITO accertata la sussistenza, ai sensi del Contratto 3/5/2011 del diritto di Bioera al pagamento della parte variabile di prezzo per effetto dell'intervenuta cessione, da parte di IBH, della partecipazione del 30% in General Fruit, determinare l'entità di detto earn-out, e per gli effetti,

011 5683443

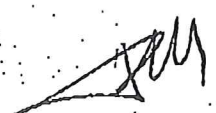
condannare Biofood Holding, anche in via equitativa, al pronto pagamento dell'importo qualificabile come earn-out ai sensi del Contratto 3/5/2011, oltre interessi moratori e rivalutazione monetaria, dal di della debenza all'effettivo saldo, con rifusione integrale delle spese del presente Arbitrato".

5. In data 31 luglio 2012, Biofood depositava in termini la propria memoria introduttiva, con la quale chiedeva all'Organo Arbitrale di decidere se le domande di parte attorea:

"siano totalmente destituite di fondamento, in fatto e in diritto ed anche alla stregua di una valutazione di equità, e se per l'effetto la convenuta debba andare esente da qualsivoglia pretesa azionata nei suoi confronti", nonché, "gradatamente, quantifichi l'Arbitro Unico la somma che Biofood Holding dovrà riconoscere all'attrice a titolo di earn-out per l'effetto della cessione, da parte di International Bar Holding a GF Immobiliare, della quota di partecipazione detenuta in General Fruit, tenuto conto dei costi sostenuti da Biofood Holding, del rischio assunto e dei risultati molto lusinghieri conseguiti grazie alla propria attività".

In data 6 e 14 settembre 2012, Bioera e Biofood depositavano in termini brevi memorie di replica, reiterando le domande ed eccezioni formulate nelle rispettive memorie introduttive.

6. In data 4 ottobre 2012, l'Organo Arbitrale assegnava in udienza nuovi termini per precisazioni istruttorie e, successivamente, Biofood depositava ulteriore documentazione a supporto delle proprie domande ed eccezioni. In particolare Biofood avanzava istanza di ordine di esibizione, relativa a documenti che, secondo le prospettazioni di Biofood, contenevano elementi utili al fine della definizione della presente controversia; Bioera non si opponeva all'istanza e produceva nel corso dell'udienza del 25 ottobre 2012 la documentazione richiesta.
7. Con ordinanza resa sempre nell'udienza del 25 ottobre 2012, l'Organo Arbitrale, sentite le Parti, assegnava termini per memorie esplicative e, ritenuta necessaria la nomina di un Consulente Tecnico di Ufficio e la formulazione di quesiti, nominava quale Consulente Tecnico di Ufficio nel Procedimento il dottor



011 5683443

Riccardo Ranalli, domiciliato in Torino, Corso Re Umberto 8, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Torino (il "CTU"), formulando tre quesiti relativi a (i) l'incidenza, in termini economico-patrimoniali, della partecipazione in General Fruit rispetto al patrimonio complessivo di IBH avuto riferimento alla chiusura dell'ultimo esercizio precedente la cessione di detta partecipazione; (ii) la sussistenza o l'insussistenza, applicando i criteri economico-contabili generalmente utilizzati in operazioni analoghe, di una plusvalenza direttamente oppure indirettamente attribuibile a Biofood in conseguenza della cessione della partecipazione in General Fruit da parte di IBH, precisando, se rilevante, la diversa incidenza sul prezzo convenuto in caso di plusvalenza diretta oppure invece indiretta; (iii) la sussistenza o l'insussistenza di un potenziale rischio di sopravvenienza passiva non previsto dalle parti nel contratto di cessione di IBH e, in caso affermativo, alla rilevanza o irrilevanza della questione ai fini della determinazione dell'*earn-out*.

8. Rispettivamente in data 30 ottobre e 8 novembre 2012, Bioera e Biofood depositavano in termini proprie memorie esplicative circa i nuovi elementi di prova, reiterando con proprie argomentazioni le domande ed eccezioni inizialmente avanzate.
9. A seguito di proroghe dei termini originariamente assegnati per il deposito dell'elaborato peritale, concesse su istanza del CTU con ordinanze del 4 dicembre 2012, 16 gennaio 2013 e 23 gennaio 2013, l'attività peritale si concludeva in data 31 gennaio 2013, mediante rilascio da parte del CTU della propria relazione conclusiva sui tre quesiti sottopostigli (la "Relazione Peritale"), nella quale il CTU forniva risposta ai tre quesiti concludendo che (i) l'incidenza della partecipazione in General Fruit rispetto al patrimonio complessivo di IBH, nei termini precisati nel quesito, è pari all'80% sul totale dell'attivo e all'88% sul patrimonio netto; (ii) la cessione della partecipazione in General Fruit da parte di IBH determinò indirettamente in capo a Biofood una plusvalenza di Euro 909.670, rispetto alla valorizzazione della partecipazione in IBH ricavabile dalla cessione della stessa da Bioera a Biofood; (iii) è configurabile un rischio, tuttavia di incerta prevedibilità e di modesto importo, di sopravvenienza passiva, di là da eventuali

011 5683443

costi di difesa, in caso di contenzioso, non previsto al momento della conclusione del contratto di cessione.

10. In data 20 febbraio 2013, l'Organo Arbitrale svolgeva con le Parti in udienza una trattazione dei risultati dell'attività svolta dal CTU e delle conclusioni della Relazione Peritale e, all'esito della medesima trattazione, assegnava alle Parti termini al 5 marzo 2013 per la precisazione delle conclusioni, al 20 marzo 2013 per il deposito delle conclusionali e al 3 aprile 2013 per eventuali repliche, ferma la facoltà per le Parti di chiedere entro la medesima data, in luogo delle repliche, la fissazione di un'udienza di discussione;
11. In data 3 marzo 2013, Bioera depositava in termini il foglio di precisazione delle proprie conclusioni, così formulate:

«Voglia l'Ill.mo Arbitro Unico, ogni contraria domanda, eccezione e deduzione disattesa:

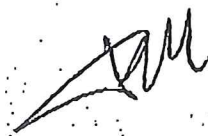
1. *Accertare e dichiarare, ai sensi Contratto 3/5/2011, la sussistenza del diritto di Bioera al pagamento della parte variabile di prezzo (earn-out) per effetto dell'intervenuta cessione, da parte di International Bar Holding S.r.l., della partecipazione del 30% nel capitale sociale di General Fruit S.r.l.;*

2. *Determinare l'entità di detto earn-out, e per gli effetti, condannare Biofood Holding, anche in via equitativa, al pronto pagamento dell'importo qualificabile come earn out ai sensi del Contratto 3/5/2011, oltre interessi moratori e rivalutazione monetaria, dal dì della debenza all'effettivo saldo;*

3. *condannare Biofood Holding all'integrale rifusione delle spese di difesa dell'attrice e delle spese del presente Arbitrato.»*

12. Sempre in data 3 marzo 2013, Biofood depositava in termini il foglio di precisazione delle proprie conclusioni, così formulate:

« - accerti e dichiari l'Arbitro Unico, anche alla luce dell'espletata consulenza tecnica di ufficio, che le domande spiegate dall'attrice siano totalmente destituite di fondamento, in fatto ed in diritto ed anche alla stregua di una valutazione di equità, e dichiarare per l'effetto che la convenuta debba andare esente da qualsivoglia



011 5683443

pretesa azionata nei suoi confronti. Con il favore delle spese e competenze del procedimento.»

13. In data 20 marzo 2013 Bioera e Biofood depositavano in termini le proprie memorie conclusionali, nelle quali Bioera quantificava la propria pretesa in relazione all'*earn-out* generato dalla cessione di General Fruit – grazie agli esiti della CTU – in Euro 909.670, mentre Biofood richiamava e ribadiva le proprie argomentazioni per l'accoglimento delle conclusioni rassegnate.

In data 3 aprile 2013 le Parti trasmettevano all'Organo Arbitrale separate comunicazioni scritte nelle quali manifestavano di concordare sul fatto che le questioni in causa fossero state adeguatamente rappresentate e discusse nel corso del Procedimento e, conseguentemente, declinavano la facoltà di deposito di un'ultima memoria di replica nonché di richiedere la fissazione di un'udienza di discussione, rimettendosi alla decisione dell'Organo Arbitrale.

14. L'Organo Arbitrale tratteneva dunque la causa in decisione allo stato degli atti, senza ulteriori ordinanze e senza svolgimento di udienze decorrendo così il termine di novanta giorni dalla data del 3 aprile 2013, in quanto «termine concesso per il deposito dell'ultimo atto difensivo», come espressamente così previsto e stabilito dalle Parti in sede di costituzione dell'organo arbitrale, sino alla pronuncia del presente lodo in data odierna.

II. RICOSTRUZIONE DEI FATTI

1. Nel marzo del 2011, PricewaterhouseCoopers, società incaricata della revisione nel Gruppo Bioera, anticipava l'intenzione di ritirare e, poi, il 15 aprile 2011, effettivamente ritirava la relazione di revisione relativa al bilancio al 31 dicembre 2010 di IBH, società allora inclusa nel consolidato di Bioera, a causa delle incertezze sulla valorizzazione dell'*asset* principale di IBH costituito dalla partecipazione del 30% in General Fruit:

Gli effetti di tali incertezze si riverberavano in sede di valorizzazione della stessa IBH nel patrimonio di Bioera, che nel contesto dell'*impairment test* effettuato il 27 aprile 2011 evidenziava una rilevante rettifica di valore della partecipazione in General Fruit, dagli originari Euro 2,909 milioni a Euro 1,005 milioni, con una corrispondente riduzione del valore patrimoniale di IBH e della partecipazione detenuta da Bioera.

011 5683443

Al fine di sgravare Bioera da tali incertezze e favorire la riammissione a quotazione delle azioni Bioera, veniva deciso di scorporare IBH dal perimetro del Gruppo Bioera.

2. In data 3 maggio 2011, in esecuzione di tale decisione, Bioera cedeva a Biofood, mediante sottoscrizione di un contratto di compravendita di partecipazioni (il "Contratto") la proprietà della quota pari all'80,44% del capitale sociale di IBH, a fronte del pagamento, da realizzarsi nell'arco temporale di 36 mesi, della somma di Euro 741.210,79.

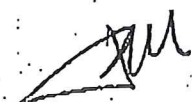
Tale importo, corrispondente alla somma esposta nel bilancio relativo all'esercizio chiuso il 31 dicembre 2010, era stato determinato a seguito della svalutazione, da parte di Bioera, del valore della partecipazione in parola.

Nell'ambito del Contratto, le Parti avevano previsto che, oltre alla parte "fissa" di prezzo così determinata, Biofood fosse tenuta al versamento di una ulteriore componente variabile (cosiddetto "earn-out") data (i) dal plusvalore realizzato dalla cessione a terzi della quota di partecipazione in IBH, ovvero (ii) dai ricavi provenienti dall'esperimento di azioni risarcitorie da parte della stessa IBH nei confronti di terzi, ovvero ancora (iii) dall'esperimento di azioni risarcitorie da parte di Biofood in relazione a fatti pregressi.

3. Nel gennaio 2012, attraverso un'operazione perfezionatasi nell'ambito di un accordo transattivo con la famiglia Lochis (titolare tra l'altro del restante 70% in General Fruit) (la "Transazione Lochis") che vedeva tra le parti sia IBH sia Bioera, IBH alienava a GF Immobiliare la quota pari al 30% del capitale sociale di General Fruit, da essa detenuta, ad un prezzo di Euro 2.200.000,00 secondo modalità di pagamento dilazionate.

All'esito di detta cessione, Bioera riteneva che si fosse integrato il proprio diritto a percepire la parte variabile del prezzo, data dalla differenza tra quanto corrisposto da Biofood per l'acquisto della quota pari all'80,44% del capitale sociale di IBH e quanto da quest'ultima incassato per la vendita della partecipazione in General Fruit.

4. Secondo Bioera, pur non integrandosi la fattispecie espressamente prevista nel Contratto (che contempla la sola ipotesi della generazione di un plusvalore realizzato dalla cessione a terzi della quota di partecipazione in IBH, e non di



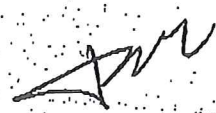
011 5683443

propri singoli cespiti da parte della stessa) nella sostanza il risultato realizzato sarebbe stato identico, poiché la partecipazione in General Fruit costituiva, in realtà, l'unico *asset* di IBH.

Bioera promuoveva dunque il presente Procedimento avverso Biofood, come meglio descritto *supra* nella Sezione I del presente lodo.

III. MOTIVI DELLA DECISIONE

1. La questione centrale per la decisione della controversia consiste nello stabilire, alla luce dei principi, della ricostruzione della volontà delle Parti e degli elementi tecnico-economici della fattispecie, se la clausola di *earn-out* prevista nel contratto di cessione delle quote di IBH, da parte di Bioera, alla controllante Biofood debba applicarsi soltanto nell'ipotesi testualmente prevista in contratto di successiva cessione a terzi della «partecipazione oggetto del contratto» «entro 60 (sessanta) mesi» dalla data di stipulazione dello stesso oppure se possa rilevare al fine dell'applicazione della clausola anche la cessione, anziché della partecipazione, di *asset* rilevanti, e in caso affermativo, al ricorrere di quali elementi e quali condizioni, quantitative e qualitative.
2. Più precisamente il contratto stabilisce che «il prezzo si compone di una parte fissa e di una parte variabile» (art. 2). La parte variabile è composta da tre ordini di valori di cui, nel presente giudizio — il punto è pacifico tra le Parti — rileva soltanto «l'eventuale plusvalore da cessione della partecipazione oggetto del presente contratto». L'art. 2.2. stabilisce testualmente che «la parte variabile di prezzo (*earn-out*) comprende:
 - a) l'eventuale plusvalore da cessione della partecipazione oggetto del presente contratto a terzi, che Biofood Holding S.r.l. dovesse realizzare qualora avvenga entro 60 (sessanta) mesi da oggi, al netto delle spese e degli eventuali oneri fiscali: tale parte di prezzo dovrà essere versata entro 60 (sessanta) giorni dall'avvenuto incasso».
3. Il tema è da tempo oggetto di ampio dibattito con riferimento alle garanzie in materia di compravendita di partecipazioni societarie, discutendosi se le garanzie per eventuali minusvalenze o sopravvenienze passive relative al patrimonio sotteso alle partecipazioni oggetto di trasferimento sussistano esclusivamente in quanto espressamente previste in contratto oppure invece elementi o vicende



011 5683443

relativi all'oggetto di "secondo grado", per usare una nota, e autorevole, formula dottrinale, possano rilevare anche ove non specificatamente pattuiti tra le parti.

4. L'Arbitro Unico ritiene che fatti e vicende affinenti al patrimonio sociale non possano rilevare in via generale ed automatica nelle acquisizioni societarie.

Dottrina e giurisprudenza formatesi in materia nel corso del tempo non hanno avuto come oggetto diretto di riflessione e decisione fattispecie identiche alla vicenda sottoposta all'Organo Arbitrale, ma la diversa questione della applicabilità dei rimedi, risarcitori o redibitori, per anomalie attinenti all'oggetto c.d. indiretto dell'acquisizione. Si tratta, tuttavia, di elaborazione dottrinale e giurisprudenziale che ben può trovare applicazione nel caso di specie in cui, con piena analogia, si pone l'interrogativo se una vicenda traslativa relativa all'oggetto indiretto della partecipazione compravenduta – la vendita della partecipazione in General Fruit – possa assimilarsi in via interpretativa alla cessione della partecipazione nella società che ha ceduto l'*asset* di cui sopra.

5. Venendo al tema centrale l'Arbitro Unico osserva che, da tempo, e ancor oggi, il problema se l'oggetto del contratto di trasferimento di azioni (o, come nella fattispecie, di quote per cui valgono *mutatis mutandis* le medesime considerazioni) sia rappresentato anche dal patrimonio sociale è vivamente dibattuto.

In realtà, così formulata, la questione non può che essere risolta negativamente: l'azione è un bene autonomo e distinto dai beni che compongono il patrimonio sociale, ancorché titolo di credito (causale) o di partecipazione, rappresentativo di una frazione del capitale sociale. L'azione, in altri termini, incorpora il complesso rapporto giuridico di partecipazione sociale; non incorpora, cioè, il diritto di proprietà su una «frazione» dei beni aziendali, bensì il fascio di rapporti patrimoniali e corporativi che costituiscono lo «status» di socio; è titolo di partecipazione che incorpora la posizione di membro della organizzazione societaria. La circostanza per cui, in caso di trasferimento della totalità delle azioni, l'acquirente in quanto *socio* si trovi a disporre *in fatto* – ma giuridicamente sempre attraverso la mediazione dell'organo amministrativo – dell'intero complesso aziendale è elemento fattuale che non consente di



011 5683443

- equiparare il mutamento di titolarità della partecipazione al trasferimento di azienda.
6. La conseguenza più rilevante che discende da questa impostazione si situa sul terreno delle garanzie. Infatti, ad eccezione dell'azione di annullamento per dolo, sia l'annullamento per errore, sia gli ordinari rimedi contrattuali *ex empto*, trovano applicazione soltanto con riferimento ad anomalie dei beni oggetto della compravendita (es.: azioni in numero e/o di categoria diversa da quanto concordato; partecipazioni non di proprietà del cedente; vendita in violazione di clausole di prelazione o gradimento previste in statuto, etc...), mentre la garanzia di una determinata consistenza patrimoniale deve essere espressamente pattuita.
7. Non sono tuttavia mancati i tentativi di superare questo orientamento, prevalente in giurisprudenza ⁽¹⁾ ma criticato da una parte della dottrina perché ritenuto eccessivamente formalistico, e di attribuire una tutela diretta ai vizi del patrimonio sociale: o sotto il profilo dell'equiparazione alla vendita del patrimonio sociale, talvolta invocando la teoria del negozio indiretto, talvolta quella dell'oggetto mediato, o, meno recisamente, nel senso dell'equiparabilità in caso di società di comodo o di società familiari ⁽²⁾ o dell'applicabilità del rimedio dell'*aliud pro alio* se le azioni della società compravenduta siano anche individuate con riferimento a elementi rilevanti del patrimonio sociale oppure ancora richiamando l'istituto della presupposizione come strumento di superamento dell'oggetto formale del contratto, nel senso di attribuire rilevanza a circostanze oggettive e non aleatorie che le parti, in base ad una ricostruzione della volontà concreta risultante dal tenore del contratto ⁽³⁾, hanno considerato imprescindibili.

(1) Cfr. Cass., 10 maggio 1946, n. 559, in *Foro it.*, 1944-46, I, 931; Cass., 28 gennaio 1986, n. 423, in *Giur. comm.*, 1986, II, 277; Cass., 21 giugno 1996, n. 5773, in *Società*, 1997, 33; Cass., 6 agosto 1998, n. 7693, in *Giur. it.*, 1999, 120; Cass., 27 settembre 1999, n. 10669, ivi, 980 ss.

Nella giurisprudenza di merito, cfr. Trib. Milano, 17 aprile 1989, in *Società*, 1989, 939; Trib. Milano, 6 luglio 1989, ivi, 1067; App. Milano, 5 giugno 1990, in *Società*, 1991, p. 483; Trib. Milano, 17 ottobre 2002, in *Giur. it.*, 2003, 297; Id., 18 ottobre 2002, *Ibidem*; Id., 13 gennaio 2005, ivi, 2205, 748 ss.; Id., 15 febbraio 2006, ivi, 2006, 757 ss.

(2) Cfr. App. Milano, 1 maggio 1934, *Raggio c. Cattaneo della Volta*, in *Riv. dir. comm.*, 1935, II, 164 ss.; riformata però da Cass., 29 marzo 1935, in *Foro it.*, 1935, I, 1629 ss., con nota di T. ASCARELLI.

(3) Cfr. Cass., 24 marzo 2006, n. 6631, in *Giust. civ.*, Mass., 2006; Cass., 25 maggio 2007, n. 12235, inedita. L'accertamento delle condizioni di operatività della presupposizione è dunque una *quaestio facti* da indagarsi caso per caso: si pensi, a titolo esemplificativo, alla società che abbia un immobile come unico cespite patrimoniale, oppure alla presenza di riferimenti, nel contratto, a determinati dati contabili poi rivelatisi errati.

011 5683443

8. Anche la giurisprudenza recente ha mostrato qualche oscillazione rispetto all'orientamento più consolidato. Una pronuncia della Suprema Corte ⁽⁴⁾ è stata salutata da autorevole dottrina come un sostanziale *revirement*: muovendo dalla premessa che la società è un "centro di imputazione meramente transitorio e strumentale", e che con il conferimento i beni vengono assoggettati ad un diverso regime di utilizzazione "senza recidere ogni collegamento con i soggetti che hanno loro impresso quella destinazione", i giudici ritengono che la consistenza e le qualità dei beni sociali "non possano essere considerati estranei all'oggetto del contratto di cessione delle quote o azioni", e ciò non solo quando vi siano apposite garanzie, bensì anche quando "l'affidamento da parte del cessionario, sulla ricorrenza di tali requisiti debba ritenersi giustificato alla stregua del principio di buona fede".
9. La svolta è meno dirompente di quanto possa, a prima vista, apparire ma non per questo irrilevante: la Cassazione non ha esteso in via generale la tutela *ex empto* a vizi e difformità del patrimonio sociale, ma ha, comunque, attribuito rilevanza alle situazioni in cui, secondo un canone di buona fede, è ragionevole ritenere che vi sia un affidamento da parte del cessionario. In altre parole, il retratto della Suprema Corte si colloca su di un piano contiguo a quello, non meno rilevante, delle c.d. *garanzie implicite*, la cui configurabilità è stata da poco ammessa dalla Cassazione, proprio con riferimento a compravendite di partecipazioni ⁽⁵⁾.
10. Interessante, ma isolato, risulta un provvedimento del Tribunale di Milano ⁽⁶⁾, storica roccaforte dell'orientamento più formalistico, che ha riconosciuto la legittimità della trascrizione nei registri immobiliari di una domanda di esecuzione in forma specifica di un preliminare di cessione di quote sociali di società immobiliare, domanda diretta ad ottenere non la proprietà delle partecipazioni, ma *direttamente la proprietà dell'immobile, unico cespite patrimoniale*, sul

⁽⁴⁾ Si tratta di Cass., 20 febbraio 2004, n. 3370, pubblicata tra l'altro in *Giur. it.*, 2004, 997 ss.; e in *Giur. comm.*, 2005, II, 130 ss.

⁽⁵⁾ Cass., 28 marzo 1996, n. 2843, in *Foro it.*, 1996, I, 3382, seguita, da Cass., 23 febbraio 2000, n. 2059, in *Società*, 2000, 1205 ss. Nello stesso senso è forse da ultimo Cass., 13 dicembre 2006, n. 26690, in *Giust. civ., Mass.*, che recita, in massima: "specifiche garanzie contrattuali, anche diversamente qualificate, sufficiente essendo che il rilascio della garanzia si evinca inequivocabilmente dal contratto". L'unico precedente noto favorevole è la risalente Cass., 16 febbraio 1977, n. 721, in *Foro it.*, 1977, I, 2275 ss.

⁽⁶⁾ Trib. Milano, 8 marzo 2006, in *Giur. it.*, 2006, 2325 ss.

011 5683443

presupposto – peraltro giuridicamente discutibile, ex art. 2332 c.c. (7) – della simulazione assoluta della società.

Ma sul problema generale dell'oggetto del contratto il Tribunale di Milano ha riconfermato il proprio orientamento restrittivo, ribadendo che non è impugnabile per vizio di volontà né risolubile per difetto di qualità il contratto di cessione di quote di società a responsabilità limitata qualora non sia stata prestata espressa garanzia circa la consistenza del patrimonio sociale (8).

E in tema di simulazione (in caso di trasferimento di quota di società proprietaria di un fondo rustico, secondo il ricorrente in violazione della prelazione agraria) la Suprema Corte si è espressa negativamente (9).

11. Un cenno ancora merita un recente filone giurisprudenziale, di merito e di legittimità, che ha ritenuto applicabile il divieto di concorrenza ex art. 2557 anche alla cessione di partecipazioni sociali, sul presupposto che la norma debba trovare applicazione in ogni situazione in cui direttamente o meno, un soggetto subentra nella titolarità *economica* di un'azienda e sussiste un rischio di concorrenza differenziale (10).
12. Si può quindi concludere, sinteticamente, che se da un lato deve respingersi la tesi della meccanica equiparazione tra azioni (o quote) e patrimonio, quest'ultimo può tuttavia emergere a giuridica rilevanza nelle ipotesi in cui, in relazione a specifiche circostanze fattuali, si possa ritenere che l'oggetto sostanziale della compravendita sia o il patrimonio oppure l'azienda o un ramo aziendale oppure ancora un singolo bene.

(7) La dottrina e la giurisprudenza prevalenti sono, dopo qualche oscillazione, schierate nel senso che la simulazione della costituzione di società di capitali non possa essere fatta valere dopo l'iscrizione nel registro delle imprese, non risultando nel catalogo di cause di nullità individuate dall'art. 2332: cfr. Cass., 28 aprile 1997, n. 3666, in *Giur. comm.*, 1998, II, 193 ss. *Contra*, in passato, Cass., 20 giugno 1983, n. 4231, in *Giust. civ. Mass.*, 1983, fondando il proprio convincimento su una discutibile distinzione fra simulazione della società e del contratto di società; Cass., 1° dicembre 1987, n. 8939, in *Riv. dir. agr.*, 1989, II, 203 ss. con riferimento ad una società immobiliare di godimento; la tesi della simulazione è stata sostenuta da Trib. Catania, 3 maggio 2005, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 633 ss.; Id., 19 aprile 1999, in *Società*, 1999, 1225 ss.

(8) Così Trib. Milano, 15 febbraio 2006, in *Giur. it.*, 2006, p. 757 ss., con note di richiami.

(9) Così Cass., 26 gennaio 2010, n. 1253, in *Quot. giur.*, n. 4/3/2010.

(10) Cfr. spec. Cass., 20 gennaio 1997, n. 549, in *Foro it.*, 1997, I, 1498, poi seguita, sia pure con percorsi argomentativi non sempre coincidenti, da Id., 16 febbraio 1998, n. 1643, in *Giur. it.*, 1998, 1181; Id., 24 luglio 2000, n. 9682, *Iv.*, 2001, 967 ss.; nella giurisprudenza di merito, cfr. Trib. Nuoro, 3 luglio 2003, in *Riv. giur. sarda*, 759 ss.; Trib. Monza, 13 novembre 2001, in *Giur. milanese*, 2002, 69 ss.; *contra*, nel senso dell'eccezionalità del divieto, ostativo ad una estensione analogica, cfr. Cass., 23 aprile 1980, n. 2669, in *Giust. civ. Mass.*, 1980; App. Milano, 16 giugno 1981, in *Arch. Civ.*, 1981, 898 ss.; e, ancora, App. Milano, 15 luglio 1997, in *Giur. ann. dir. ind.*, 1999, 222 ss.; App. Cagliari, 26 gennaio 1998, in *Riv. giur. sarda*, 1999, 405 ss.

011 5683443

Si deve ulteriormente precisare che in quest'ultimo caso il collegamento tra oggetto indiretto e oggetto diretto del contratto risulta obiettivamente più stretto e riconoscibile, potendosi cioè ricostruire la volontà delle parti in ragione degli elementi strutturali del negozio e della sua esecuzione, anche indipendentemente da eventuali manifestazioni espresse di volontà o esplicite dichiarazioni interpretative.

Si pensi — ad esempio — alla cessione della totalità delle quote di s.r.l. il cui patrimonio sia costituito da un unico complesso immobiliare oppure all'ipotesi della holding (di partecipazione) che detenga un pacchetto azionario di un'unica società oppure ancora al caso di una società che detenga un ramo aziendale "a struttura semplificata", quale un capannone con un'apparecchiatura produttiva o un *intangible* (*know-how*, brevetto, testata giornalistica).

13. Il caso di specie rientra, a giudizio dell'Organo Arbitrale, nella fattispecie di collegamento rilevante tra partecipazione e bene che consente il superamento, ai limitati effetti del riconoscimento dell'*earn-out*, dello schermo della personalità giuridica.

La partecipazione compravenduta è pari all'80,44% per cento della IBH, con estensione all'ulteriore 16,56%. Non è contestato tra le Parti, anche ai fini dell'applicazione o della non applicazione della clausola di *earn-out*, la sussistenza di una partecipazione marginale, comunque influente sulla formazione del prezzo; ed infatti decisivo rilievo riveste la circostanza che il contratto nulla prevede quanto ad un eventuale prezzo aggiuntivo per la quota residua che, dunque, è irrilevante ai fini della decisione.

14. IBH, come espressamente si legge in contratto, detiene partecipazioni in altre società a responsabilità limitata.

L'*asset* ceduto da IBH, per cui deve valutarsi se, per rilevanza rispetto al patrimonio della stessa, la cessione implichi la applicazione della clausola di *earn-out*, è la partecipazione in General Fruit.

In altri termini, qualora si dovesse pervenire alla conclusione che, in base a parametri tecnico-economici obiettivamente riconoscibili e quantificabili, la partecipazione di IBH in General Fruit riveste un'importanza preponderante rispetto al patrimonio di IBH, in applicazione dei principi accolti dall'Arbitro

011 5683443

Unico sul tema delle ipotesi di rilevanza del patrimonio rispetto alle quote di partecipazione societaria (nel caso di specie di s.r.l.), considerato che l'Arbitro Unico è chiamato a decidere anche secondo equità, allora, tutto ciò ricorrendo, la cessione di General Fruit dovrebbe essere ritenuta assimilabile alla cessione della partecipazione in IBH.

15. Dalla consulenza tecnica si evince che la risposta deve essere positiva.

Il CTU ha stabilito che «l'incidenza della partecipazione in General Fruit s.r.l., rispetto al patrimonio complessivo di International Bar Holding s.r.l. avuto riferimento alla data dell'ultimo esercizio precedente alla cessione di detta partecipazione è in termini patrimoniali, rispettivamente l'80% o l'88% se la si computa sul totale dell'attivo o sul patrimonio netto» e «in termini economici, i proventi riferibili alla partecipazione hanno un'incidenza del 71% del totale dei ricavi e proventi di IBH».

I dati economici tengono conto di ogni elemento patrimoniale meritevole di considerazione, ivi compresi i valori dei *warrant* e di altre *contingencies*, e rendono quindi la percentuale indicata — 88% — particolarmente pregnante come indicatore della significatività della partecipazione rispetto al patrimonio complessivo.

16. Più precisamente la Relazione Peritale del CTU dimostra che la partecipazione in General Fruit, pur non essendo l'unico bene in patrimonio di IBH, era, in ogni caso, l'*asset* qualificante il patrimonio stesso, il bene di gran lunga più importante, l'entità economico-patrimoniale coestensiva della quasi totalità del patrimonio sociale e fonte dei 2/3 dei ricavi e dei proventi.

Volendo ricorrere ad un parametro medio-ponderato tra indici statici e indici dinamici, si può concludere che la partecipazione in General Fruit rappresentava circa l'80% del patrimonio di IBH.

17. Per queste ragioni, ferma restando la necessità di attribuire, nella decisione, il dovuto rilievo alla circostanza per cui non si tratta di coincidenza assoluta e totalitaria in termini numerici, l'Organo Arbitrale ritiene che dal punto di vista quantitativo e funzionale la cessione della partecipazione in General Fruit da parte di IBH è sostanzialmente analoga alla cessione di IBH per gli effetti prodottisi nella sfera di Biofood.

18. A sostegno dell'interpretazione accolta milita un ulteriore, significativo argomento, tratto da una precisa manifestazione di volontà espressa dalla parte e non contestata in quanto espressamente richiamata da Biofood nella memoria conclusiva.

Si legge infatti nella nota di accompagnamento della bozza del contratto (doc. n. 9 allegato alla memoria introduttiva di Bioera, p. 3) che la clausola di *earn-out* determina i benefici che si fossero «direttamente ovvero indirettamente» prodotti.

Nella propria *Breve memoria conclusiva* Biofood ammette testualmente che «il meccanismo dell'*earn-out* era precipuamente previsto al fine di accordare a BIOERA il diritto di beneficiare di eventuali benefici che, *direttamente od indirettamente*, sarebbero scaturiti dalla titolarità della partecipazione (in International Bar Holding s.r.l.) a vantaggio di Biofood Holding s.r.l.» (corsivo nostro).

In conclusione sia dai documenti sia dalla espressa ammissione di parte convenuta deve evincersi che la soluzione accolta sulla base dei principi giurisprudenziali e dottrinali in punto di rapporto tra patrimonio e quote di partecipazione societaria e sulla base della verifica della conformità dei fatti di causa a detti principi, trova ulteriore conforto e riprova nella volontà espressa delle Parti.

Da tutto quanto sopra consegue che la clausola di *earn-out* deve trovare applicazione, nei termini di seguito precisati.

19. Si tratta ora di stabilire se la plusvalenza realizzata (da IBH) sia qualificabile come plusvalenza realizzata indirettamente da Biofood e come debba essere quantificata.

Sul primo punto la consulenza tecnica è netta nel concludere che «la cessione di General Fruit S.r.l. da parte di International Bar Holding s.r.l. ha indirettamente determinato «una plusvalenza di Euro 909.670,00 rispetto alla valorizzazione della partecipazione in International Bar Holding s.r.l. ricavabile dalla cessione della medesima partecipazione da Bioera a Biofood ».

011 5683443

20. Prescindendo per un momento dalla qualificazione, preme sottolineare che la plusvalenza realizzata in capo a IBH è liberamente disponibile da parte del socio dominante Biofood.

Il punto non è contestato tra le Parti ed è indirettamente confermato dalla circostanza che in una prima fase era stato oggetto di un finanziamento *upstream*.

Dirimente, in ogni caso, il rilievo che anche volendo prescindere dalla disponibilità diretta della plusvalenza in termini monetari essa rappresenta pur sempre un *plusvalore* che, per via della partecipazione dominante (pari all'80,44%) in IBH, ha ampliato la consistenza del patrimonio di Biofood.

21. Sotto il profilo della quantificazione si deve rilevare che la CTU ha applicato un metodo particolarmente analitico, mirato a tener conto di tutte le *contingencies attive e passive*, per stabilire l'entità della plusvalenza ascrivibile a Biofood in relazione al prezzo percepito di € 2.200.000,00. Il CTU ha infatti creato due Classi Aggregate composte da tutte le voci rilevanti e le ha confrontate con riferimento al 31 dicembre 2011 e al 3 maggio 2012.

La valutazione è avvenuta cioè in modo tecnicamente preciso e, in ogni caso, non è contestata dalle Parti.

La plusvalenza, derivante dalla differenza delle due classi aggregate è pari a 1.146.634, 00; la plusvalenza pro-quota – corrispondente all'80,44% – che è la quota di partecipazione di Biofood in IBH, è pari a 909.670,00 al netto delle imposte figurative calcolate dal CTU.

22. E' necessario, ancora, stabilire se al fine della quantificazione, anche alla luce del criterio di equità, debba o non debba tenersi conto di eventuali rischi che Biofood abbia mantenuto nella propria sfera giuridico-patrimoniale non essendosi verificata la "cessione diretta", cioè la vendita di IBH, bensì soltanto la cessione dell' "asset indiretto" General Fruit.

In particolare Biofood assume che «il valore complessivo di IBH ... era (ed è tuttora) il risultato della somma algebrica di diversi eterogenei, elementi» tra cui alcuni «di segno potenzialmente passivo legati a:

- la possibilità di svalutazione di un rilevante credito vantato da General Fruit nei confronti di una procedura concorsuale, credito che, ove

011 5683443

fosse stato svalutato, avrebbe comportato una sensibile diminuzione del valore della partecipazione (e quindi di riflesso, di IBH); l'esistenza di un nutrito contenzioso del quale, al momento della cessione, IBH era parte, e nell'ambito del quale la stessa società era stata fatta oggetto di una richiesta risarcitoria di oltre € 17.000.000,00».

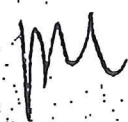
23. Quanto al primo elemento l'Arbitro Unico rileva che si tratta di un assunto generico, privo di indicazioni quantitative anche in via di approssimazione. Quanto al secondo elemento di passività potenziale, l'Arbitro Unico osserva in primo luogo che si tratta di un non meglio precisato riferimento ad una pretesa risarcitoria, rimasta indeterminata e che negli atti del procedimento è assente ogni riferimento ai soggetti ed al contesto della controversia. L'Arbitro Unico rileva che, in ogni caso, valore dirimente assume la circostanza che dalla consulenza tecnica emerge che la richiesta di risarcimento avanzata dal fallimento Natfood è stato oggetto di transazione.

Si tratta, in conclusione, o di affermazioni generiche, sfornite non solo di elementi probatori ma anche di meri indicatori indiziari oppure di asserzioni inconferenti.

24. Osserva ancora l'Arbitro Unico che il CTU ha anche esaminato un potenziale rischio di sopravvenienza passiva, emerso nel corso del procedimento, valutandolo di incerta prevedibilità e di modesto importo, di là da eventuali costi di difesa, in caso di contenzioso, difficilmente, tuttavia, secondo l'Arbitro Unico, quantificabili, in ragione della non prevedibile entità dell'eventuale attività difensiva.

Vero è che il mantenimento della partecipazione di IBH implica effettivamente il permanere di un generico margine di rischio, per passività future, che, pur non potendo essere quantificato con precisione sulla base di dati individuati e forniti di idoneo supporto probatorio, deve tuttavia essere preso in considerazione in ragione del principio di equità con cui l'Arbitro Unico è tenuto a decidere.

25. Il principio di equità non può essere inteso come mera attenuazione del rigore della norma giuridica in forza di principi di giustizia ricercati nel foro interno del



011 5683443

giudicante; per contro, come la S.C. ha avuto modo di chiarire ⁽¹¹⁾, deve esprimere una regola socio-economica individuabile e condivisa nell'ambiente sociale di riferimento, al fine non di sovvertire, bensì di temperare l'eccessivo rigore della legge.

26. Nel caso di specie si può esprimere il principio di equità come segue: «nella valutazione dell'*earn-out* contrattualmente stabilito deve tenersi conto della plusvalenza indirettamente realizzata dalla società acquirente attraverso la cessione da parte della società acquisita del principale *asset* di quest'ultima anziché attraverso la cessione della società controllata, ma deve altresì tenersi conto, in una misura contenuta ma non irrilevante, di potenziali rischi di passività non individuabili con precisione e quindi anche non quantificabili in termini monetari, ma la cui verifica potrebbe essere ancora ragionevolmente possibile nell'arco di tempo residuo rispetto al periodo di *earn-out*, rischi che, indirettamente, continuano a gravare sulla società acquirente».

Considerati tutti gli elementi disponibili, l'Arbitro Unico ritiene di individuare come equa percentuale di riduzione dell'*earn-out* per rischi potenziali la percentuale del 10% (dieci per cento).

27. Si osservi ancora che il ragionevole contenimento della quota percentuale di riduzione nei limiti del 10% trova una precisa giustificazione nel carattere estremamente analitico, tecnicamente preciso e profondamente articolato dell'elaborato peritale.

Infatti, il CTU al fine di rispondere ai tre quesiti sottopostigli, ha considerato analiticamente tutte le *contingencies* attive e passive individuate alla data del 3/5/2011, ha tenuto conto di tutti gli elementi attivi e passivi della variazione di valore della partecipazione in General Fruit e ha affrontato, oltre al resto, anche la questione del valore dei *warrant* Bioera, esaminando analiticamente la congruità delle valutazioni dei liquidatori e dei revisori, attraverso l'applicazione di specifico modello di stima del valore e della volatilità (la formula c.d. di Black-Scholes).

28. In conclusione l'Arbitro Unico, tenuto conto che le valutazioni del CTU sono state rese attraverso un'indagine condotta con un supporto tecnico particolarmente

⁽¹¹⁾ Cfr. Cass., 21 giugno 1985, n. 3725, in *Giust. civ. Mass.*, 1985, fasc. 6 e Id., 4 luglio 2000, n. 8937, ivi, 2000, 1488.

011 5683443

s sofisticato e con peculiare analiticità e precisione, e alla luce di tutte le altre considerazioni sopra svolte, ritiene che il margine di oscillazione per rischi potenziali futuri ancora ascrivibili alla sfera giuridica di IBH, debba considerarsi, in ragione della rilevanza dell'*asset* ceduto, circoscritto ad una sfera percentuale limitata che l'Arbitro Unico ritiene di stabilire nella percentuale del 10%.

29. Per tutte queste ragioni l'Arbitro Unico ritiene di dover riconoscere a favore di Bioera il diritto al pagamento della somma di € 909.670,00 dedotto l'importo del 10% pari a € 90.967,00, e quindi al pagamento di € 818.703,00 (Euro ottocentodiciottomilasettecentotré/00) oltre interessi e rivalutazioni sino al saldo.

IV. IL DISPOSITIVO

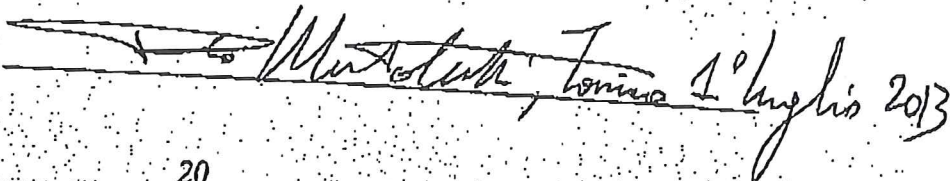
P.Q.M.

L'Arbitro Unico, disattesa ogni altra domanda, eccezione e deduzione, statuisce quanto segue:

1. **accerta e dichiara** ai sensi del contratto 3/5/2011 la sussistenza del diritto di Bioera al pagamento della parte variabile di prezzo (*earn-out*) per effetto dell'intervenuta cessione da parte di IBH della partecipazione del 30% nel capitale sociale di General Fruit;
2. **determina** l'entità di detto *earn-out*, anche in via equitativa, in € 818.703,00 (Euro ottocentodiciottomilasettecentotré/00);
3. **condanna** per gli effetti Biofood al pagamento a favore di Bioera del suddetto importo di € 818.703,00 (Euro ottocentodiciottomilasettecentotré/00), oltre interessi moratori dalla scadenza sino al saldo;
4. considerata la complessità della controversia e la controvertibilità delle questioni oggetto del Procedimento, anche in via di equità, **compensa** tra le Parti le spese di difesa e pone solidalmente a carico delle Parti stesse in ragione di metà per ciascuna le spese del Procedimento che liquida con separata ordinanza.

5. Così deciso il 1° luglio 2013 dall'Arbitro Unico in Torino nel proprio studio di Via Torricelli, 4 e redatto in triplice originale, di cui due per le Parti e uno per il fascicolo d'ufficio con mandato al Segretario di notificare alle Parti entro dieci giorni per Raccomandata A.R.

prof. avv. Paolo Montalenti



Montalenti, Torino 1° luglio 2013

PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE IN QUALITÀ DI PRESIDIO EQUIVALENTE AL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE, RELATIVO ALLA PROPOSTA FORMULATA DA BIOFOOD HOLDING S.R.L. IN MERITO AL PAGAMENTO DEL CREDITO VANTATO DA BIOERA S.P.A. PER EFFETTO DELLA CESSIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN INTERNATIONAL BAR HOLDING S.R.L. AVVENUTA IN DATA 3 MAGGIO 2011

Spett.le Bioera S.p.A. (“Bioera” o la “Società”)

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Egregi Signori,

in data odierna si è riunito il Collegio Sindacale, in qualità di presidio equivalente al Comitato per Operazioni con Parti Correlate, chiamato ad esprimere il proprio parere, in base al Regolamento Consob approvato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni, nonché in base alla procedura inerente la disciplina delle operazioni con parti correlate, approvata da Bioera, in merito alla proposta formulata dalla società Biofood Holding S.r.l. (di seguito anche “BFH”) sulle modalità di estinzione del credito vantato da Bioera nei confronti della stessa BFH derivante dalla cessione, avvenuta nel maggio 2011, dell’80,44% della partecipazione in International Bar Holding S.r.l. (di seguito anche “IBH”).

Più precisamente, con il contratto di compravendita della citata partecipazione, Bioera e BFH convenivano in euro 741.210,79 il prezzo di cessione, il cui pagamento doveva avvenire entro il termine massimo di 36 (trentasei) mesi dalla data di stipula del contratto, ovvero entro il 3 maggio 2014. La possibilità per il cessionario di avvalersi di tale dilazione comportava, ai sensi delle pattuizioni contrattuali, l’applicazione di interessi nella misura del 3,5% annuo.

Ora, atteso che BFH si è avvalsa della facoltà ad essa concessa di effettuare il pagamento entro il termine di scadenza contrattualmente previsto, il debito complessivo nei confronti di Bioera, comprensivo degli interessi maturati, ammonta ad euro 795.505,02.

Il credito vantato da Bioera è assistito da pegno sulle quote di IBH oggetto di cessione a BFH.

In data 11 aprile 2014 BFH ha inviato a Bioera una proposta avente ad oggetto una possibile modalità alternativa di estinzione del proprio debito verso Bioera, che non prevede il pagamento in denaro bensì il trasferimento a Bioera di azioni della società Ki Group S.p.A., di cui Bioera detiene già attualmente una partecipazione significativa. Tale soluzione, che si concretizzerebbe in una *datio in solutum*, sarebbe dovuta alle attuali condizioni finanziarie di BFH, che non consentirebbero l’estinzione del debito tramite pagamento in denaro; inoltre, la stessa proposta implica l’intervento della società Biofood Italia S.r.l. (di seguito anche “BFI”), attuale detentrica delle azioni Ki Group S.p.a. che, per effetto di pregressi rapporti di debito/credito tra BFH e BFI, costituiscono l’oggetto della proposta formulata da BFH.

Con il citato documento BFH propone di trasferire a Bioera un numero di azioni Ki Group S.p.A. tale che, in base alla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione di Bioera, che BFH si impegna ad accettare, consenta alla stessa BFH di estinguere l'intero debito di euro 795.505,02. In sostanza, in caso di accettazione della detta proposta, nei termini formulati da BFH, Bioera riceverebbe un determinato numero di azioni Ki Group S.p.A., in funzione della valorizzazione unitaria delle azioni stesse.

Bioera ha affidato ad un esperto indipendente, il Dott. Lelio Fornabaio, la valutazione in merito alla convenienza per la stessa Bioera di accettare le azioni di Ki Group S.p.a. in pagamento del credito vantato nei confronti di BFH.

Il Dott. Fornabaio ha rilasciato il proprio parere in data 29 aprile 2014, preceduto da una bozza nei giorni precedenti, esprimendo le proprie valutazioni sui seguenti aspetti:

- a) situazione economico-finanziaria di BFH (e di IBH) al fine di valutare la potenziale capacità del debitore di onorare o meno il proprio debito con un versamento in denaro;
- b) il valore concretamente attribuibile a Ki Group S.p.A. al fine di verificare la congruità della proposta formulata da BFH.

Con il citato parere, messo a disposizione del Collegio Sindacale, nella sua qualità di Comitato di presidio equivalente al Comitato per le operazioni con parti correlate, il Dott. Fornabaio ha concluso nel senso che:

- 1. le attuali condizioni economico-finanziarie di BFH (e della società partecipata IBH) non consentono di poter far supporre che il debito verso Bioera possa essere estinto nei termini previsti, atteso che le necessarie disponibilità finanziarie possono derivare a BFH soltanto a determinate condizioni, che potrebbero non verificarsi nel breve termine;
- 2. il trasferimento di azioni Ki Group S.p.A. a Bioera, a titolo soddisfacente del credito da questa vantato nei confronti di BFH, costituisce alternativa conveniente. Al riguardo, l'esperto indipendente individua un *range* di valori del titolo Ki Group S.p.A. compreso tra euro 5,8 ed euro 6,5.

L'operazione in esame si configura quale operazione con parti correlate di minore rilevanza ai sensi dell'allegato n. 3 al regolamento Consob approvato con delibera n. 17221 del 10 marzo 2010 e successive modificazioni, nonché dei punti 5.8 e 5.11 della procedura per le operazioni con parti correlate di Bioera.

Posto quanto precede, il Collegio Sindacale, in qualità di presidio equivalente al comitato parti correlate, osserva quanto segue.

Dall'analisi dei dati economico- finanziari relativi alla società BFH, messi a disposizione del Collegio Sindacale e relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013, il cui bilancio non è stato ancora approvato, emerge una situazione finanziaria che non consente alla stessa BFH, almeno in breve termine e nella sua totalità, di onorare il debito nei confronti di Bioera.

In effetti, a fronte di disponibilità liquide di poco superiori ad euro 50.000, BFH presenta crediti per circa 3,6 milioni di euro e debiti per circa 5,3 milioni di euro ; pertanto, va in primo luogo osservato che, anche nell'ipotesi in cui BFH fosse nella posizione di incassare tutti i propri crediti in breve tempo non sarebbe, in ogni caso, in grado di estinguere tutti i propri debiti. Inoltre, appare rilevante il fatto che BFH ha crediti verso BFI per circa 2 milioni di euro, il cui incasso appare oltremodo improbabile, atteso che BFI ha disponibilità liquide per circa euro 30.000 ed il restante attivo è costituito da immobilizzazioni finanziarie.

A conclusioni non diverse si perviene analizzando i dati di IBH, controllata da BFH. IBH si trova attualmente in stato di liquidazione. Se, da un lato, IBH presenta un patrimonio netto positivo per circa euro 800.000, dall'altro lato va osservato come a tale dato corrispondano essenzialmente crediti verso BFH (ca. euro 600.000) e BFI (ca. euro 100.000). Pertanto, anche nell'ipotesi in cui il processo di liquidazione dovesse concludersi con un avanzo da distribuire ai soci, lo stesso sarebbe in gran parte compensato con i crediti vantati verso BFH, senza originare alcuna liquidità da distribuire. Analogamente, per quanto riguarda il credito verso BFI, data la già descritta situazione patrimoniale della stessa.

In ogni caso, anche nell'ipotesi in cui al termine della liquidazione fosse possibile attribuire liquidità a BFH, in sede di riparto del residuo patrimonio di IBH, tale importo costituirebbe una percentuale contenuta (intorno al 15%) del credito vantato da Bioera verso BFH.

A fronte di tale situazione, illustrata anche dal Dott. Fornabaio nel proprio parere, la proposta formulata da BFH non appare priva di interesse per Bioera, soprattutto alla luce della considerazione che, a causa dell'operare congiunto del pegno su una quota di azioni Ki Group S.p.a., detenuta da Bioera, e dell'effetto diluitivo determinato dall'assegnazione delle *bonus shares* a favore dei sottoscrittori dell'aumento di capitale di Ki Group S.p.A., la stessa Bioera potrebbe vedere la propria partecipazione ridotta entro la soglia del 50%.

Il giudizio sulla proposta avanzata da BFH non può ovviamente prescindere da una previa valutazione del valore attribuibile alle azioni Ki Group S.p.A., dal quale dipende il numero di azioni che sarebbero trasferite a Bioera in esito all'accoglimento della proposta di BFH.

Sotto questo profilo, il Dott. Fornabaio, con condivisibile procedimento, ha individuato due valori di riferimento: il "valore liquidabile" ed il "valore strategico". Il primo è stato posto in relazione alla valutazione di mercato di Ki Group S.p.A., che si esprime nella media dei valori di quotazione del titolo nel periodo compreso tra il 18 novembre 2013 – giorno di avvio della quotazione – ed il 14 aprile 2014. Il secondo si incentra sulla natura di immobilizzazione finanziaria della partecipazione detenuta in Ki Group S.p.A. e sul fatto che allo stato risultino rispettati i target enunciati nei documenti della quotazione, dai quali si era pervenuti all'individuazione del valore unitario (6,5 euro) per azione.

Dall'analisi svolta, il Dott. Fornabaio enuclea i limiti inferiore e superiore dell'intervallo, rispettivamente in euro 5,8 (valore liquidabile) ed euro 6,5 (valore strategico).

Il Collegio Sindacale, ritenendo plausibile e fondata la valutazione effettuata dall'esperto indipendente, osserva che l'operazione:

1. risponde all'interesse di Bioera

2. è conveniente se confrontata con l'alternativa di attendere il pagamento in denaro del credito vantato, che, a causa delle condizioni economico-finanziarie di BFH ed IBH, potrebbe essere ipotesi concretamente non perseguibile;

3. appare sostanzialmente corretta alla luce delle condizioni proposte, con l'avvertenza che, data la natura soddisfattiva dell'operazione stessa, rispetto all'ipotesi ordinaria dell'incasso del credito, si suggerisce al Consiglio di Amministrazione di adottare una valutazione prudenziale nell'ambito dell'intervallo individuato in esito all'analisi condotta dal Dott. Fornabaio.

Milano, 29 aprile 2014

Il presente parere viene approvato a maggioranza dei componenti del Collegio Sindacale, in qualità di presidio equivalente al Comitato per Operazioni con Parti Correlate

Dott. Jean Paul Baroni

Dott. Carlo Polito

The image shows two handwritten signatures in black ink. The first signature, corresponding to Dott. Jean Paul Baroni, is written above the second signature, which corresponds to Dott. Carlo Polito. Both signatures are fluid and cursive.