

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

Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate

ai sensi dell'articolo 5 del "Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate" adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni ed integrazioni, relativo all'investimento di Bioera S.p.A. in Visibilia S.r.l.

Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale e sul sito internet di Bioera S.p.A. (www.bioera.it), nonché sul sito internet di Borsa Italiana S.p.A. (www.borsaitaliana.it), in data 5 agosto 2013 e, su richiesta di CONSOB, successivamente aggiornato e messo a disposizione del pubblico, con le medesime modalità, in data 25 ottobre 2013.



l'era del benessere

INVESTIMENTO DI BIOERA S.p.A. IN VISIBILIA S.r.l.

DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

ai sensi dell'articolo 5 del *"Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate"* adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni ed integrazioni (il *"Regolamento Parti Correlate"*)

Dati di sintesi

Il presente documento informativo (il **"Documento Informativo"**) è predisposto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Parti Correlate, al fine di offrire agli azionisti di Bioera S.p.A. (**"Bioera"** o la **"Società"**) un quadro informativo in relazione all'investimento di quest'ultima nel capitale sociale di Visibilia S.r.l. (**"Visibilia"**), realizzato attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato per un importo, comprensivo di sovrapprezzo, di Euro 900.000 (l'**"Investimento"**), all'esito del quale Bioera è titolare di una partecipazione pari al 40% del capitale sociale di Visibilia (la **"Partecipazione"**).

L'Investimento costituisce un'operazione di maggiore rilevanza, ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Parti Correlate, in quanto l'indice di rilevanza previsto dall'articolo 1.1, lett. c) dell'Allegato 4 al suddetto Regolamento Parti Correlate, ossia il rapporto tra il totale delle passività di Visibilia e il totale attivo di Bioera, supera la soglia del 5%.

Si segnala altresì che, per effetto dell'Investimento, risulta superato anche uno dei parametri di significatività (e, precisamente, il parametro relativo alle passività) previsti dal Regolamento adottato dalla CONSOB con deliberazione n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni ed integrazioni (il **"Regolamento Emittenti"**) per la pubblicazione dei documenti informativi in occasione di operazioni significative di fusione, scissione, aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, acquisizioni e cessioni. Avendo però Bioera aderito, con deliberazione del consiglio di amministrazione del 23 novembre 2012, al regime di semplificazione adottato dalla CONSOB avvalendosi della facoltà di derogare agli obblighi di pubblicazione di tali documenti informativi, il presente Documento Informativo non include i dati pro-forma relativi all'Investimento.

1. Avvertenze

Si evidenziano, in sintesi, i rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Investimento.

Rischi connessi al perfezionamento dell'Investimento con parti correlate

L'Investimento ha coinvolto: (a) quale *target*, Visibilia, società controllata dalla dott.ssa Daniela Garnero Santanchè, la quale deteneva, alla data dell'operazione, una quota di Euro 450.000, pari al 90% del capitale sociale (ridottasi, a seguito dell'esecuzione dell'Investimento al 54% del capitale sociale), nonché amministrata da quest'ultima in qualità di amministratore unico; e (b) quale investitore, Bioera, società in cui la stessa dott.ssa Daniela Garnero Santanchè, oltre a rivestire il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministrazione, è altresì azionista rilevante, detenendo, indirettamente, per il tramite della sua controllata D1 Partecipazioni S.r.l., all'epoca dell'Investimento, una quota pari al 14,9% del capitale sociale.

Ancorché il valore dell'Investimento concordato tra le parti sia stato determinato da Bioera anche sulla base di un'apposita *fairness opinion* in merito al valore economico di Visibilia, redatta in data 26 luglio 2013 dallo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati a beneficio del consiglio di amministrazione di Bioera, non può escludersi che l'Investimento avrebbe potuto essere negoziato a condizioni e termini diversi, se concluso con terze parti.

Rischi connessi a possibili conflitti di interesse degli amministratori di Bioera S.p.A.

Ancorché sia stato sottoscritto un accordo d'investimento che, oltre a disciplinare i termini e le condizioni dell'Investimento, regola i rapporti tra Visibilia e la Società alla luce del nuovo assetto proprietario di Visibilia, dette circostanze potrebbero non essere sufficienti ad eliminare il rischio di decisioni assunte in conflitto di interesse dagli amministratori di Bioera e, come tali, generatrici di effetti pregiudizievoli per Bioera.

2. Informazioni relative all'operazione

2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione

L'importo dell'Investimento è pari a Euro 900.000 ed è stato integralmente versato da Bioera a Visibilia a fronte della sottoscrizione di un aumento di capitale all'esito del quale Bioera è divenuta titolare di una partecipazione pari al 40% del capitale sociale di Visibilia.

In particolare, in data 29 luglio 2013 l'assemblea dei soci di Visibilia, convocata ai sensi dello statuto sociale, ha deliberato all'unanimità di aumentare il capitale sociale a pagamento per un importo pari a complessivi Euro 900.000, di cui Euro 567.000 a titolo di sovrapprezzo, da offrire in sottoscrizione ai soci ai sensi dell'articolo 2481-*bis* del codice civile e, in caso di mancato esercizio di tale diritto di opzione, da offrire in sottoscrizione a Bioera. Nel corso della medesima assemblea i soci esistenti di Visibilia (ossia la dott.ssa Daniela Garnero Santanchè e il dott. Ugo Fava) hanno rinunciato al diritto di sottoscrizione dell'aumento di capitale ex art. 2481-*bis* del codice civile e al diritto di recesso ad essi spettante a fronte di tale aumento ai sensi dell'articolo 8 dello statuto sociale di Visibilia. In conformità con quanto deliberato dall'assemblea, l'amministratore unico di Visibilia ha quindi offerto a Bioera la sottoscrizione dell'aumento di capitale, sottoscrizione effettivamente ed integralmente avvenuta in data 1 agosto 2013.

Il capitale sociale di Visibilia all'esito della sottoscrizione da parte di Bioera dell'aumento di capitale è pertanto pari a Euro 833.000, ripartito come segue:

- Daniela Garnero Santanchè: è titolare di una quota di Euro 450.000, pari al 54% del capitale sociale;
- Ugo Fava: è titolare di una quota di Euro 50.000, pari al 6% del capitale sociale;
- Bioera: è titolare di una quota di Euro 333.000, pari al 40% del capitale sociale.

Ai sensi dell'Accordo di Investimento è previsto che le parti valuteranno di comune accordo la possibilità che Bioera effettui ulteriori investimenti in Visibilia, in una o più *tranches*, con forme, modalità e condizioni da definire, anche attraverso finanziamenti soci e/o ulteriori apporti di capitale per un totale, comprensivo del suddetto aumento di capitale di Euro 900.000, comunque non superiore ad Euro 2.000.000, fermo restando che nell'Accordo di Investimento Bioera non ha assunto alcun impegno in tal senso. Si segnala che alla data odierna Bioera non ha deliberato né ha attualmente in previsione l'effettuazione di ulteriori investimenti in Visibilia da eseguirsi in esecuzione della suddetta facoltà.

Nell'ambito dell'accordo sottoscritto tra Visibilia e Bioera e relativo all'Investimento (l'**"Accordo di Investimento"**) è previsto il diritto di Bioera di chiedere che Visibilia sia amministrata da un consiglio di amministrazione, in sostituzione dell'attuale amministratore unico, e soggetta al controllo di un collegio sindacale, in luogo del sindaco unico attualmente in carica. In tale circostanza Bioera avrà il diritto di nominare un membro del consiglio di amministrazione, nonché un sindaco effettivo, a cui dovrà essere attribuita la carica di presidente del collegio sindacale. Si specifica che, ad oggi, la Società ha ritenuto di non richiedere la modifica della *governance* con la nomina di un consiglio di amministrazione e di un collegio sindacale in sostituzione degli organi monocratici amministrativi e di controllo, come previsto dall'Accordo di Investimento, in quanto le pattuizioni parasociali in essere (più dettagliatamente descritte nel prosieguo) le consentono comunque di esercitare le prerogative ad essa spettanti nella sua qualità di azionista di minoranza.

L'Accordo d'Investimento prevede altresì particolari diritti e obblighi di consultazione a carico delle parti, nonché diritti di veto di Bioera, in qualità di azionista di minoranza di Visibilia, su operazioni ordinarie e straordinarie della stessa Visibilia ritenute rilevanti. Il tutto finalizzato ad un adeguato monitoraggio dell'Investimento da parte di Bioera.

Più nello specifico, sulla base delle pattuizioni parasociali sottoscritte, le parti hanno concordato che le materie di seguito elencate siano di competenza esclusiva del consiglio di amministrazione di Visibilia, qualora nominato, e non siano pertanto in alcun modo delegabili ad amministratori, comitati, direttori generali, dipendenti, procuratori o altre persone (le **"Materie Riservate all'Organo Amministrativo"**) e che nessuna decisione in merito alle Materie Riservate all'Organo Amministrativo possa essere validamente assunta senza che il consigliere nominato da Bioera abbia preso parte alla riunione e abbia espresso voto favorevole:

- qualsiasi acquisizione (sotto qualsiasi forma e a qualsiasi titolo), cessione, trasferimento o altro atto di disposizione, in tutto o in parte, sotto qualsiasi forma e a qualsiasi titolo (ivi incluse, a mero titolo esemplificativo e non esaustivo, la costituzione o la concessione di diritti reali o altri gravami), concernenti beni mobili o immobili, da parte di Visibilia, per un valore superiore ad Euro 200.000 per singola operazione o serie di operazioni tra loro collegate;
- fusioni, trasformazioni, scissioni e liquidazione di Visibilia, nonché qualsiasi altra operazione straordinaria relativa a Visibilia avente un valore superiore ad Euro 200.000 per operazione o serie di operazioni tra loro collegate;
- qualsiasi operazione che abbia l'effetto di diluire la partecipazione di Bioera, ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, modifiche statutarie, aumenti di capitale con limitazione o esclusione del diritto di opzione ed emissione di altri strumenti finanziari con esclusione del diritto di opzione dei soci;
- assunzione in qualsiasi forma (incluso, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, mediante ristrutturazione del debito esistente, stipulazione di nuovi finanziamenti o emissione di titoli o strumenti di debito) e per qualunque finalità di debito ulteriore rispetto a quello esistente in capo a Visibilia, per un valore complessivo superiore ad Euro 2.000.000;
- determinazioni o proposte dell'organo amministrativo di Visibilia in merito a deliberazioni da proporre all'assemblea di Visibilia in relazione alle materie di cui ai precedenti punti.

Poiché, al momento, l'organo amministrativo di Visibilia è costituito da un amministratore unico, ai sensi dell'accordo di investimento le decisioni relative alle Materie Riservate all'Organo Amministrativo possono essere assunte, e/o le relative attività compiute, soltanto previo parere favorevole di Bioera; a tal fine è previsto che l'amministratore unico informi Bioera della possibile adozione di un atto di cui alle Materie Riservate all'Organo Amministrativo in via preventiva, e comunque almeno 3 giorni prima, rispetto al compimento dell'atto medesimo.

Sulla base delle pattuizioni parasociali sottoscritte, le parti hanno altresì concordato che nessuna deliberazione sulle materie di competenza assembleare di seguito elencate (le "**Materie Riservate in Assemblea**") potrà essere validamente assunta senza il voto favorevole di Bioera:

- qualsiasi operazione di competenza dell'assemblea che abbia l'effetto di diluire la Partecipazione Bioera, inclusi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, aumenti di capitale in qualsiasi forma (compresi, quindi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, aumenti in denaro e aumenti a servizio di conferimenti in natura, prestiti obbligazionari convertibili e *warrant*) con limitazione o esclusione del diritto di opzione ed emissione di altri strumenti finanziari senza il diritto di opzione dei soci;
- fusioni, trasformazioni, scissioni e liquidazione di Visibilia; qualsiasi altra operazione straordinaria di competenza dell'assemblea avente un valore superiore ad Euro 500.000 per operazione e serie di operazioni tra loro collegate;

- modifiche statutarie che abbiano per effetto la diluizione della Partecipazione Bioera, ovvero pregiudichino i diritti e le facoltà spettanti a Bioera e/o i suoi rappresentanti negli organi sociali di Visibilia e della legge di volta in volta vigente, ovvero modifichino l'oggetto sociale di Visibilia indicato nello statuto sociale.

Ai sensi dell'Accordo di Investimento è altresì previsto l'obbligo dei soci di Visibilia diversi da Bioera di fare in modo che, entro il 20 settembre 2013, Visibilia sottoscrivesse con una emittente radiofonica con la quale è attualmente in essere un contratto per la concessione della raccolta della pubblicità nazionale nell'anno 2013, un *addendum* in virtù del quale: (a) Visibilia sia liberata dall'obbligo di presentare per iscritto a tale controparte, entro il 30 settembre 2013, un'offerta irrevocabile per la partecipazione, da parte di quest'ultima, al capitale sociale di Visibilia o di altra società da questa indicata; e (b) l'emittente radiofonica rinunci irrevocabilmente ed inequivocabilmente al proprio corrispondente diritto di acquisire, in qualsiasi modo ed in qualsiasi forma, una partecipazione al capitale sociale di Visibilia, dichiarando irrevocabilmente di rinunciare a ogni e qualsiasi diritto ad essa spettante ai sensi del contratto vigente e di non avere nulla a pretendere nei confronti di Visibilia e dei soci di quest'ultima. Si segnala in ogni caso che, in caso di mancata sottoscrizione di tale *addendum* e di richiesta dell'emittente radiofonica di partecipare al capitale di Visibilia, l'Accordo di Investimento prevede che l'eventuale intervento di tale soggetto terzo nel capitale di Visibilia debba avvenire con modalità e/o forme giuridiche tali da non diluire in alcun modo la partecipazione rispettivamente detenuta da Bioera e dalla dott.ssa Santanchè nel capitale sociale di Visibilia.

Per quanto a conoscenza di Bioera, alla data del presente Documento Informativo tale *addendum* non è stato ancora sottoscritto dalle parti né l'emittente radiofonica ha chiesto, formalmente o informalmente, di entrare nel capitale sociale di Visibilia.

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

Parti correlate dell'operazione sono:

- *Daniela Garnero Santanchè*, la quale ha le seguenti qualifiche: (a) Presidente del Consiglio di Amministrazione di Bioera; (b) azionista rilevante della Società, detenendone indirettamente, per il tramite della sua controllata D1 Partecipazioni S.r.l., una partecipazione pari al 14,9% del capitale sociale; (c) Amministratore Unico di Visibilia; e (d) socio di controllo di Visibilia, detenendo direttamente una quota del capitale sociale di quest'ultima pari, alla data dell'operazione, al 90% e, a seguito dell'esecuzione dell'Investimento, al 54%;
- *Visibilia S.r.l.*, società di diritto italiano, con sede legale in Milano, via Senato n. 8, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Milano

09701661002, alla data del presente documento capitale sociale di Euro 833.000 detenuto, per una quota di Euro 450.000, pari al 54% del capitale, dalla dott.ssa Daniela Garnerò Santanchè, come sopra descritto.

2.3. *Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la società all'operazione*

L'operazione rientra nella strategia di diversificazione degli investimenti avviata da Bioera in seguito alla delibera assembleare del 28 maggio 2013, con la quale i soci hanno modificato l'oggetto sociale al fine di prevedere l'esercizio in via esclusiva o prevalente dell'attività di *holding* pura.

Più nello specifico. Bioera ha già da tempo avviato un processo esplorativo finalizzato ad individuare opportunità di investimento anche in settori ulteriori rispetto alla divisione "prodotti biologici e naturali", ciò sia con finalità di espansione del *business*, sia come azione avente carattere prudentiale, in quanto la Società ritiene preferibile evitare, in considerazione delle attuali condizioni di mercato, una elevata concentrazione delle attività in un unico settore di riferimento.

Detto processo di diversificazione degli investimenti è stato avviato con una prima fase esplorativa nel corso della metà del precedente esercizio e ha portato alla realizzazione dell'operazione descritta nel presente Documento Informativo, che si pone dunque come il primo investimento di Bioera in un settore diverso dal mercato dei prodotti biologici.

In questo contesto la Società ha da tempo individuato proprio nel settore *media*, che spazia dalla raccolta pubblicitaria alla nuova editoria, una potenziale *industry target*, anche in considerazione degli importanti spazi di acquisizione e dei prezzi altamente competitivi degli investimenti derivanti dall'andamento dei cicli economici. Bioera ha quindi esplorato varie opportunità d'investimento in questo settore, individuando già nella seconda metà del 2012 in Visibilia, concessionaria pubblicitaria attiva nella raccolta e gestione della pubblicità su quotidiani, emittenti televisive e radiofoniche private, periodici e *web*, un potenziale *partner* industriale con cui condividere un percorso comune di medio periodo. La collaborazione tra Bioera e Visibilia si è quindi consolidata attraverso la presentazione congiunta da parte delle due società di due manifestazioni di interesse, conclusesi senza esito positivo, per l'acquisizione di società quotate in ristrutturazione e di alcuni *asset* di gruppi editoriali nazionali.

L'Investimento di cui al presente Documento Informativo arriva, pertanto, a valle di un percorso già avviato da tempo e rappresenta il primo passo di un ulteriore rafforzamento della *partnership* industriale tra le due società.

L'Investimento presenta il vantaggio di consentire a Bioera l'ingresso in un settore che nel prossimo futuro potrebbe offrire margini di espansione importante successivi alla fase di

ridimensionamento del settore a causa della crisi, contribuendo così al consolidamento di un disegno strategico di medio periodo. Più in dettaglio, Bioera ritiene che la combinazione delle rispettive competenze delle due società potrà contribuire alla creazione di valore per tutti gli azionisti e per gli ulteriori eventuali attori che potranno in futuro essere coinvolti in questo processo.

Bioera, quale *holding* di partecipazioni, ritiene infatti che Visibilia possa rappresentare il primo passo per la costituzione di un polo aggregante di operatori attivi nel mondo dei servizi *media* ad ampio spettro, che spaziano dalla raccolta pubblicitaria, fino ad arrivare alla fornitura di servizi di natura più propriamente editoriale; la Società ritiene altresì che i profondi cambiamenti in atto nel settore possano offrire importanti spazi di crescita lasciati liberi dagli operatori tradizionali, vuoi per la loro difficoltà a gestire il cambiamento, vuoi per i problemi riscontrati nell'impostazione di politiche di espansione in un contesto di carenza di risorse finanziarie.

L'importo dell'Investimento sarà a servizio del piano di espansione di Visibilia, approvato dall'Amministratore Unico di Visibilia in data 26 luglio 2013, che, allo stato attuale, si basa su due diversi scenari per un orizzonte temporale compreso tra il 2014 e il 2017. Il suddetto piano è stato redatto assumendo una crescita basata su linee interne, attraverso la conclusione di accordi di raccolta pubblicitaria, e non contempla invece una crescita per linee esterne, sebbene anche tale opzione strategica non sia da escludere.

Ai fini di un corretto apprezzamento dei rischi legali connessi con l'Investimento, la Società ha condotto, per il tramite dei propri consulenti legali, una verifica legale su alcuni determinati aspetti relativi a Visibilia e alle attività dalla stessa condotte. All'esito di tale attività di *due diligence*, lo studio legale incaricato ha redatto a beneficio della Società un *executive due diligence report* nel quale, pur in assenza di criticità particolarmente significative, sono stati evidenziati alcuni elementi di attenzione relativi a (a) tenuta della documentazione societaria e contrattuale di Visibilia, (b) alcuni rapporti commerciali intrattenuti da Visibilia, e (c) aspetti relativi ad alcuni rapporti di lavoro intrattenuti da Visibilia.

Tali elementi sono stati adeguatamente e approfonditamente analizzati e discussi dagli amministratori della Società nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione della Società del 29 luglio 2013 che ha approvato l'Investimento, nonché di una riunione preliminare a tale Consiglio finalizzata ad analizzare e discutere alcuni aspetti dell'Investimento. In particolare, gli amministratori della Società hanno ritenuto che le criticità riscontrate - riconducibili a dinamiche ordinarie per società come Visibilia - non costituissero elementi ostativi tali da pregiudicare la possibilità di effettuare l'Investimento.

Fermo quanto sopra, la Società ha in ogni caso avuto cura di tutelare i propri interessi in sede contrattuale, prevedendo nell'accordo di investimento stipulato con la controparte, da una parte, il rilascio da parte di Visibilia di una serie di dichiarazioni e garanzie in linea con la migliore prassi

seguita in operazioni di questo genere e, dall'altra, una procedura di indennizzo a carico della stessa Visibilia in caso di violazione di tali dichiarazioni e garanzie.

Si segnala infine che, proprio a seguito delle risultanze della *due diligence* legale condotta dalla Società, Visibilia ha prontamente avviato una serie di attività finalizzate a limitare e, per quanto possibile, eliminare, i possibili rischi derivanti dalle criticità riscontrate.

L'Investimento è stato quindi approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società, previa acquisizione del parere favorevole espresso dal Collegio Sindacale della Società ai sensi della procedura inerente la disciplina delle operazioni con parti correlate (la "**Procedura Parti Correlate**"), che ha preventivamente preso visione e analizzato la documentazione a supporto dell'operazione messa a disposizione dalla Società.

A questo riguardo, si specifica che la Procedura Parti Correlate approvata dal Collegio dei Liquidatori della Società in data 29 aprile 2011 e ratificata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 31 maggio 2011 prevede, all'articolo 10.1(a), che il parere in merito alle operazioni con parti correlate possa essere rilasciato dal Collegio Sindacale qualora, come nel caso di Bioera, la Società non abbia nominato un Comitato Parti Correlate e almeno due membri del Consiglio di Amministrazione della Società non siano indipendenti.

2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Con riferimento alla valorizzazione di Visibilia, si osserva in primo luogo che quest'ultima, in un contesto congiunturale e di mercato estremamente difficile, è riuscita a portare avanti la sua strategia, proseguendo nell'attività già intrapresa, volta al riposizionamento delle testate gestite ed all'attivazione di clienti ad alta immagine e valore aggiunto per posizionamento e *target* di consumatori.

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012, Visibilia ha registrato una perdita di Euro 33.000, in significativo miglioramento rispetto al precedente esercizio. I principali fattori che hanno influenzato il risultato di esercizio 2012 rispetto al 2011 sono i seguenti:

- miglioramento della marginalità operativa in valore assoluto, con un sostanziale mantenimento della redditività operativa a livello di incidenza percentuale, malgrado la riduzione del fatturato;
- una consistente riduzione degli oneri finanziari derivanti dalla riduzione dell'indebitamento medio verso il sistema bancario. Al riguardo, si segnala che si è avuto un incremento dei debiti finanziari a lungo termine a scapito di quelli a breve termine, per effetto della rinegoziazione concordata con alcuni istituti di credito, finalizzata a trasformare dei fidi operativi su anticipi fatture (a breve termine) in finanziamenti a medio termine;
- il contenimento dei costi operativi.

Sotto il profilo patrimoniale e finanziario l'analisi dei bilanci di Visibilia relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2012 e 2011 evidenzia un elevato tasso di indebitamento in rapporto ai mezzi propri, collegato principalmente alle elevate necessità di capitale circolante, situazione tipica per società che operano nel settore di Visibilia. In particolare, si segnala che alla fine del 2012 Visibilia presentava un indebitamento bancario a medio-lungo termine per circa Euro 6,2 milioni, e un indebitamento bancario di circa Euro 8,4 milioni relativamente alle posizioni a breve auto-liquidanti e legate allo sconto fatture.

La seguente tabella rappresenta la posizione finanziaria netta di Visibilia alla data del 31 agosto 2013, dato contabile più recente alla data del presente Documento Informativo (importi in euro):

A. Cassa e banche attive	478.211
B. Altre disponibilità liquide	-
C. Titoli detenuti per la negoziazione	-
D. Liquidità (A) + (B) + (C)	478.211
E. Crediti finanziari correnti	2.427.598
F. Debiti bancari correnti	(8.325.328)
G. Parte corrente dell'indebitamento non corrente	(3.748.858)
H. Altri debiti finanziari correnti	-
I. Indebitamento finanziario corrente (F) + (G) + (H)	(12.074.186)
J. Posizione finanziaria corrente netta (I) + (E) + (D)	(9.168.377)
K. Debiti bancari non correnti	(1.353.023)
L. Obbligazioni emesse	-
M. Altri debiti non correnti	-
N. Indebitamento Finanziario non corrente (K) + (L) + (M)	(1.353.023)
O. Posizione finanziaria netta (J) + (N)	(10.521.400)

Si segnala che la parte corrente dell'indebitamento non corrente riportato nella precedente tabella include l'importo complessivo di Euro 2.522.711 relativi ai finanziamenti contratti da Visibilia con due istituti di credito con scadenza, rispettivamente, a gennaio e giugno 2014, per i quali è previsto che, alle date di rimborso contrattualmente previste, le parti possano concordare, previa richiesta di Visibilia in tal senso, un riscadenziamento del debito residuo. Alla data del presente Documento Informativo non risultano definiti accordi a riguardo. I debiti bancari correnti riportati nella precedente tabella sono interamente riferiti ad anticipi fatture.

La Società ha condotto, per il tramite di alcuni consulenti all'uopo incaricati, le necessarie verifiche economico-patrimoniali su Visibilia. In particolare, per la definizione e la verifica dei valori di perfezionamento dell'Investimento, la Società ha incaricato lo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati di svolgere una valutazione economica, patrimoniale e finanziaria di Visibilia.

La Società ha ritenuto che lo Studio Legale e Tributario Morri, Cornelli e Associati fosse in grado di fornire l'assistenza richiesta stanti le riconosciute competenze e credenziali vantate in relazione

allo svolgimento di incarichi simili per operatori di elevato *standing* nazionale. L'indipendenza dello Studio Legale e Tributario Morri, Cornelli e Associati è stata positivamente valutata in considerazione dell'assenza di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra il perito indipendente e la Società, Visibilia, i soggetti che la controllano, le società controllate o soggette a comune controllo, nonché con i relativi amministratori. L'incarico è stato conferito direttamente dall'Amministratore Delegato di Bioera, ing. Canio Giovanni Mazzaro, in forza dei poteri allo stesso conferiti dal consiglio di amministrazione.

Il Piano Industriale predisposto dal *management* di Visibilia tiene conto anche dei nuovi eventi che hanno positivamente influenzato la gestione di Visibilia nel primo scorcio del 2013. Nel mese di gennaio 2013, infatti, Visibilia ha sottoscritto una serie di contratti di concessione pubblicitaria in esclusiva con un circuito di circa 50 radio, dai quali Visibilia stima di ricavare, a regime, un fatturato su base annua di circa Euro 5,0 milioni; inoltre, nel mese di marzo 2013 Visibilia ha sottoscritto un contratto con Google per la raccolta pubblicitaria su piattaforme Internet. Il Piano Industriale prevede quindi che i ricavi derivanti dallo svolgimento delle attività tradizionalmente svolte da Visibilia (*i.e.* attività di raccolta pubblicitaria su mezzi media tradizionali), in base alle ipotesi assunte, dovrebbero passare da circa Euro 15,0 milioni nel 2013 a circa Euro 25,7 milioni nel 2017. In linea con le ipotesi di sviluppo assunte, l'EBITDA in valore assoluto dovrebbe attestarsi a circa Euro 0,5 milioni nel 2013 per poi arrivare a Euro 3,0 milioni nel 2017, passando in percentuale sui ricavi dal 3,27% del 2013 all'11,16% del 2017.

Nell'ambito della *fairness opinion* rilasciata a beneficio del Consiglio di Amministrazione di Bioera in data 26 luglio 2013, l'*advisor* finanziario ha condotto una verifica del valore di Visibilia partendo dall'analisi della ragionevolezza delle assunzioni contenute nel piano industriale di Visibilia, tenuto conto delle attuali aspettative circa l'andamento del mercato della raccolta pubblicitaria e delle principali aspettative di medio periodo, ritenute valide al momento della redazione della *fairness opinion*. In linea con la prassi internazionale la valutazione è stata effettuata applicando il metodo finanziario dell'*Unlevered Discount Cash Flow* e, all'esito di tali verifiche, l'*advisor* ha stimato il valore economico di Visibilia '*on a stand alone basis*' al 30 giugno 2013 in un *range* compreso tra Euro 1.086.000 ed Euro 2.013.000. Ferma restando tale stima, l'*advisor* finanziario ha altresì individuato in Euro 1.520.000 il valore di riferimento che, a proprio parere, avrebbe dovuto essere utilizzato da Bioera per la valutazione di un eventuale investimento in Visibilia, importo definito, come meglio dettagliato nel prosieguo, avendo preso a riferimento un parametro "beta" del 2,13% e un parametro "g" del 2,0%.

Ai fini della determinazione del valore di *closing* dell'Investimento, pertanto, la Società ha ritenuto ragionevole partire dal valore di riferimento di Visibilia individuato dallo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati (pari, come detto, ad Euro 1.520.000) e, a seguito di negoziazioni, ha individuato il valore di Visibilia *pre-money* (*i.e.* prima dell'esecuzione dell'Investimento) in Euro 1.350.000. Per ragioni di prudenza, dei due scenari del piano industriale Visibilia 2014-17 elaborati

dalla società *target*, la Società ha preferito assumere come base di calcolo dell'esercizio valutativo ai fini dell'Investimento lo scenario più prudente.

Lo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati ha altresì condotto un'analisi della situazione finanziaria e, più in particolare, della posizione finanziaria netta di Visibilia, accogliendo nei propri meccanismi di calcolo gli ultimi dati disponibili.

In particolare, la situazione patrimoniale di Visibilia al 31 maggio 2013 evidenziava crediti commerciali per circa Euro 14,3 milioni. Nell'ambito delle attività di verifica condotte dalla Società ai fini della valutazione dell'investimento, Visibilia, nella persona del proprio Amministratore Unico, ha rappresentato alla Società l'elevata possibilità di incassare tutti tali crediti, sebbene con tempi e modi che, anche in considerazione della situazione economico-finanziaria globale, allo stato non del tutto prevedibili.

Ciò nonostante, tenendo fede ad una generale impostazione di prudenza, nella propria *fairness opinion* lo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati ha ritenuto necessario portare a computo quale componente negativa di valore non solo i debiti contratti da Visibilia nei confronti delle banche, ma anche crediti commerciali maturati da Visibilia per un importo complessivo di circa Euro 3,4 milioni che, essendo caratterizzati da possibili circostanze di incerta, lenta e/o complessa esigibilità legate, in particolare, alle modalità di recupero di tali crediti (quali, ad esempio, il recupero attraverso l'attivazione di vie legali), non sono riconducibili nell'ambito della gestione ordinaria del credito.

Ferma restando quanto precede, si segnala che i crediti di cui alla rettifica di attivo apportata dall'*advisor* finanziario sono comunque oggetto di costante monitoraggio e attenta e continua gestione da parte di Visibilia, con un diretto coinvolgimento dell'Amministratore Unico. Alla data del 30 settembre 2013 tali crediti, complessivamente pari a circa Euro 3,4 milioni, sono stati incassati da Visibilia per un ammontare pari a circa Euro 250 migliaia. Tale ultimo aspetto, se da un lato conferma la lentezza di incasso di tali crediti così come rilevata dal perito, dall'altro conferma la possibilità che gli stessi siano effettivamente incassati da Visibilia, sebbene con tempi e modi ad oggi non prevedibili.

Sotto il profilo metodologico, ed in linea con la consolidata prassi nazionale ed internazionale, l'analisi delle aspettative di generazione di flussi di cassa è risultato essere il criterio prevalente nella determinazione dell'intervallo di valore economico di Visibilia. Pur essendo stati presi in esame i fondamentali parametri economici e di *business* dei principali concorrenti quotati, quale metodologia di confronto valutativo, quest'ultimo è risultato essere di scarsa significatività per il caso specifico, essendo gli stessi *competitors* ampiamente dissimili da Visibilia, vuoi per dimensioni (di gran lunga superiori), vuoi per modello di *business* perseguito (presenza o meno di testate proprietarie e/o linee di business *alternative*), vuoi ancora per area geografica di riferimento (mercati europei su cui insistono logiche di funzionamento e concorrenza diverse). Pertanto, onde

evitare di addivenire ad indicazioni di valore empiricamente non rilevanti, si è preferito focalizzare l'attenzione sulla metodologia fondamentale del *discounted cash flow*.

I flussi di cassa sono stati quindi attualizzati con un costo medio ponderato del capitale WACC che ha seguito la metodologia del *capital asset pricing model*, a cui sono stati debitamente applicati prudenti correttori di rischio, in modo da tener conto delle dimensioni di PMI di Visibilia e quindi di un *execution risk* del piano, pur essendo esso già basato su ipotesi conservative. Questo esercizio ha portato a scontare i flussi di cassa ad un costo medio ponderato del capitale del 12,85%.

Ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Emittenti, sono riportati di seguito gli elementi essenziali del parere dell'esperto indipendente; la Società ha infatti ritenuto opportuno non allegare integralmente la *fairness opinion* dello Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati per garantire la riservatezza di alcune informazioni ivi riportate (ivi incluse le assunzioni sottostanti il piano industriale 2013-2017 di Visibilia e le relative proiezioni economico-finanziarie). Tali informazioni sono state riprodotte coerentemente con il contenuto del parere a cui si fa riferimento e, per quanto a conoscenza della Società, non vi sono omissioni che potrebbero rendere le informazioni riprodotte inesatte o ingannevoli.

Le verifiche svolte dallo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati sui dati contenuti nel piano industriale 2013-2017 di Visibilia sono state coerenti e circoscritte alle esigenze conoscitive strettamente connesse all'Investimento nonché alla conseguente valutazione di Visibilia. Le stesse hanno riguardato la correttezza e coerenza formale e la non manifesta irragionevolezza delle assunzioni su cui il piano si basa - questo anche in ragione del limitato arco temporale, compreso tra il ricevimento dei dati e la formalizzazione della relazione, durante il quale il perito ha potuto osservare e analizzare il mercato della raccolta pubblicitaria e il suo relativo andamento.

Nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione della Società del 29 luglio 2013, nonché di una riunione tenutasi preliminarmente al Consiglio e finalizzata ad analizzare e discutere alcuni aspetti dell'Investimento, gli amministratori della Società hanno ritenuto che l'analisi e le attività svolte dall'*advisor* finanziario fossero adeguate agli *standard* nazionali di professionalità e indipendenza, sufficienti per supportare il processo decisionale del Consiglio di Amministrazione di Bioera in relazione all'interesse e alla convenienza di Bioera nell'effettuazione dell'investimento in Visibilia.

Esaminate le ipotesi alla base dello sviluppo dei flussi, l'*advisor* finanziario ha ritenuto che il piano industriale 2013-2017 sia stato sviluppato con intrinseca coerenza delle diverse variabili considerate e senza adottare ipotesi manifestamente irragionevoli e/o non plausibili, ancorché necessariamente aleatorie; sul punto, un elemento di criticità segnalato nella *fairness opinion* è che, date le ancora ridotte dimensioni del *business* e del numero di clienti serviti, il verificarsi o meno, ovvero il manifestarsi con una intensità diversa nel *quantum* o nel tempo, di un numero anche ridotto di eventi possono avere un impatto significativo sul piano industriale di Visibilia e quindi sulla sua valutazione.

Il valore economico di Visibilia è stato pertanto determinato dall'*advisor* attualizzando al tasso WACC del 12,85% i flussi di cassa (assunti nella configurazione *unlevered*) espliciti estrapolati dal piano industriale predisposto dal *management* di Visibilia con riferimento al periodo 2013-2017, nonché il flusso finale.

L'attualizzazione dei predetti flussi ha condotto alla determinazione dell'*enterprise value*, ossia del valore globale dell'azienda. Quest'ultimo, comprensivo del valore terminale, è stato successivamente rettificato come segue:

- è stato aggiunto il valore del credito finanziario di Euro 2.450.000 che Visibilia vanta nei confronti della propria partecipata D1 Partecipazioni S.r.l., valore che non è stato incluso dal *management* nel calcolo della posizione finanziaria netta;
- è stata sottratta la rettifica di attivo, prudenzialmente decurtata dal valore lordo dei crediti commerciali in ragione delle posizioni che presentano profili di incerta e/o complessa e/o lenta esigibilità;
- è stata sottratta la posizione finanziaria netta, la quale, in assenza di un dato puntuale alla data di riferimento della valutazione (30 giugno 2013), è stata assunta pari a quella calcolata nella situazione patrimoniale al 31 maggio 2013.

Il valore così ottenuto è stato poi sottoposto ad analisi di sensibilità alle variabili "beta" e "g", anche per permettere l'individuazione di un intorno di valori congrui per le finalità della relazione e, quindi, dell'informativa destinata al Consiglio di Amministrazione di Bioera; da tale analisi non sono emerse criticità rilevanti. Come sopra rilevato, l'individuazione da parte dell'*advisor* del valore finale all'interno dell'intervallo di valutazione è stata definita avendo preso a riferimento un parametro "beta" del 2,13% e un parametro "g" del 2,0%.

2.5 *Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione e indici di rilevanza applicabili*

In considerazione del fatto che l'investimento in Visibilia non ha determinato l'acquisto da parte di Bioera di una partecipazione di controllo, né di collegamento ai sensi dello IAS 28, e che Bioera ha effettuato l'investimento senza l'intento di rivendere e/o effettuare trading sulla Partecipazione, la Partecipazione è contabilizzata da Bioera in accordo con lo IAS 39 quale "*attività finanziaria available for sale*", con iscrizione al *fair value* al momento dell'acquisto, corrispondente al costo sostenuto, e successiva valutazione al *fair value* ad ogni *reporting date* e imputazione delle variazioni di valore a conto economico complessivo.

Ancorchè la quota di partecipazione di Bioera in Visibilia rappresenti una quota di partecipazione pari al 40% del capitale di quest'ultima, Bioera abbia diritto ad una rappresentanza nel consiglio di amministrazione di Visibilia, qualora costituito, e che determinate deliberazioni non possano essere assunte dall'assemblea di Visibilia senza il voto favorevole di Bioera stessa, gli amministratori della Società ritengono che la Partecipazione non sia qualificabile come di

“collegamento”, in quanto Bioera non esercita un’influenza significativa su Visibilia. La ragione di tale considerazione risiede nel fatto che la gestione operativa di Visibilia è attualmente demandata ad un amministratore unico nominato dall’azionista di maggioranza assoluta (detenendo una quota di partecipazione pari al 54% del capitale sociale). Tali considerazioni non muterebbero neanche nel caso in cui Bioera chiedesse a Visibilia, avvalendosi del diritto previsto a proprio favore nell’accordo di investimento, di costituire un consiglio di amministrazione per la gestione della stessa Visibilia; anche in tale circostanza, infatti, la gestione ordinaria e il controllo di Visibilia sarebbe riferibile all’attuale azionista di maggioranza che, ai sensi degli accordi attualmente in essere, avrebbe il diritto di nominare due amministratori su tre.

Si rileva altresì come Bioera non eserciti alcuna influenza operativa su Visibilia, il cui *business* è talmente peculiare che tutta la gestione operativa è di assoluta ed esclusiva pertinenza dell’Amministratore Unico, nominato dall’azionista di controllo di Visibilia, il quale, fatta eccezione per le limitate - sia per tipologia di attività che per importo di rilevanza - ipotesi in cui è necessario il preventivo consenso di Bioera (per ulteriori informazioni si veda il paragrafo 2.1 del presente Documento Informativo), opera in assoluta autonomia per lo sviluppo del *business* e, soprattutto, per il conseguimento dei risultati economici di Visibilia.

L’Investimento, pertanto, ha comportato l’incremento delle attività non correnti della Società per un importo pari all’Investimento stesso (Euro 900.000) e il decremento delle disponibilità liquide della Società per un importo corrispondente, essendo l’operazione stata finanziata attingendo alle disponibilità liquide (o prontamente liquidabili) di Bioera.

2.6. *Compensi dei componenti dell’organo di amministrazione della Società*

In conseguenza dell’operazione non è prevista alcuna variazione dei compensi dei componenti dell’organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate.

2.7. *Strumenti finanziari della Società detenuti dai componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti e interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie*

La dott.ssa Daniela Garnero Santanchè, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Bioera, deteneva indirettamente, al momento dell’Investimento, per il tramite di D1 Partecipazioni S.r.l., n. 5.368.550 azioni ordinarie della Società, rappresentanti una quota di partecipazione pari al 14,9% del capitale sociale.

Come comunicato al mercato in data 19 giugno 2013, la dott.ssa Daniela Garnero Santanchè ha sottoscritto un accordo contenente pattuizioni parasociali riguardanti Bioera, rilevanti ai sensi dell’articolo 122 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, con Biofood Italia S.r.l., società titolare di n. 18.001.271 azioni ordinarie Bioera, rappresentanti una quota di partecipazione pari al 50,003% del relativo capitale sociale.

2.8. *Organi sociali che hanno condotto o partecipato alle trattative dell'operazione*

I termini e le condizioni dell'investimento sono stati negoziati con Visibilia dall'Amministratore Delegato di Bioera, Ing. Canio Giovanni Mazzaro.

L'Investimento è stato approvato con il voto favorevole di tutti i consiglieri e l'astensione del solo Presidente del Consiglio di Amministrazione dott.ssa Daniela Garnero Santanchè, dopo ampia e dettagliata discussione, nel corso della riunione del 29 luglio 2013, preso atto: (a) del parere favorevole all'Investimento espresso dal Collegio Sindacale ai sensi dell'articolo 10.1(a) della Procedura Parti Correlate; e (b) delle dichiarazioni rese, ai sensi dell'articolo 2391 del codice civile, dal Presidente del Consiglio di Amministrazione, dott.ssa Daniela Garnero Santanchè, e dal consigliere avv. Antonio Segni, in virtù della propria qualifica di socio dello studio legale Labruna Mazziotti Segni, *advisor* legale della Società nell'ambito dell'Investimento. Con particolare riferimento alle attività di verifica condotte dal Collegio Sindacale di Bioera, si segnala che tutta la documentazione rilevante relativa all'Investimento è stata trasmessa ai sindaci in data 26 luglio 2013 e, pertanto, in debito anticipo rispetto alla riunione del Consiglio di Amministrazione del 29 luglio 2013 che ha approvato l'Investimento.

Nel corso della riunione aperta la mattina del 29 luglio 2013 il Collegio Sindacale di Bioera ha chiesto al Consiglio di Amministrazione di fornire ulteriori informazioni con riferimento ad alcuni aspetti emersi dall'analisi della documentazione relativa all'Investimento fornita ai sindaci e, in particolare, della *fairness opinion* emessa dallo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati e l'*executive due diligence report* predisposto dallo studio legale Labruna Mazziotti Segni. Con particolare riferimento a tale ultimo documento, il Collegio Sindacale ha evidenziato che il contratto di finanziamento stipulato tra D1 Partecipazioni S.r.l., in qualità di prestatore, e Visibilia, in qualità di finanziatore, per un importo complessivo di Euro 2,45 milioni, non specifica né la data di rimborso prevista né il tasso di interesse applicabile. Con riferimento a tale aspetto, si precisa che le parti, già prima della sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte di Bioera, hanno fissato in *euribor 3 mesi* più 50 punti base il tasso di interesse applicabile al contratto di finanziamento, con un piano di rimborso in funzione delle esigenze di cassa di ambo le parti; alla data di redazione del presente Documento Informativo si precisa che D1 Partecipazioni ha già restituito a Visibilia un importo pari a circa Euro 0,8 milioni a valere su tale contratto di finanziamento.

All'esito di questo primo confronto con gli amministratori, il Collegio Sindacale, pur rilasciando il proprio parere favorevole all'effettuazione dell'Investimento ai sensi della procedura per le operazioni con parti correlate, ha ritenuto comunque opportuno chiedere all'*advisor* finanziario, nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione di Bioera tenutasi nel corso della serata del 29 luglio 2013, di svolgere un'*audit* contabile e un'analisi del circolante di Visibilia e, conseguentemente, di integrare la propria *fairness opinion* con un nota esplicativa che descrivesse esplicitamente i seguenti elementi di dettaglio, pur già implicitamente riportati nella versione originaria della *fairness opinion*:

- dettaglio delle voci che hanno concorso alla determinazione della Posizione Finanziaria Netta di Visibilità:
- elenco delle società quotate che erano state ritenute in astratto comparabili per l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, poi non utilizzato dall'*advisor* finanziario in quanto ritenuto di scarsa significatività per le ragioni descritte nel precedente paragrafo 2.4 del presente Documento Informativo;
- evidenze della procedura adottata dall'*advisor* per apportare in via prudenziale rettifiche ad alcune poste relative all'attivo circolante di Visibilità.

La nota esplicativa alla *fairness opinion* è stata pubblicata dalla Società in data 10 ottobre 2013 e viene allegata al presente Documento Informativo.

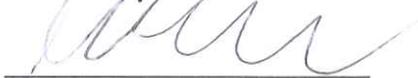
Ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Emittenti, il parere del Collegio Sindacale è allegato al Documento Informativo.

2.9. Cumulo di più operazioni nel corso dello stesso esercizio con una stessa parte correlata

Si precisa infine che la rilevanza dell'operazione di cui al presente Documento Informativo non deriva dal cumulo di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla Società, ipotesi prevista dall'articolo 5, comma 2, del Regolamento Emittenti.

Milano, 25 ottobre 2013

BIOERA S.p.A.



Ing. Canio Giovanni Mazzaro

Amministratore Delegato

Milano, 1° agosto 2013

Bioera S.p.A.

Via Palestro n. 6

20122 Milano

Anticipata via e-mail

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Oggetto: *Nota Esplicativa/Addendum alla Fairness Opinion del 26 luglio 2013 in merito al valore economico di Visibilia S.r.l.*

Egredi Signori,

con la presente faccio seguito a quanto richiestomi dal Collegio Sindacale di Bioera S.p.A. (di seguito "**Bioera**") in occasione del mio intervento nella seduta consiliare del 29 luglio u.s. nel corso della quale codesto Consiglio di Amministrazione ha approvato l'operazione di aumento di capitale riservato che Visibilia S.r.l. (di seguito "**Visibilia**") effettuerà a favore di Bioera e in relazione alla quale ho rilasciato, in qualità di consulente indipendente, una *fairness opinion* (di seguito la "**Relazione**") in relazione al valore economico di Visibilia.

In particolare, alla luce delle argomentazioni condivise in sede consiliare, vogliate di seguito trovare ulteriori approfondimenti in relazione ai seguenti temi:

- 1) il dettaglio delle voci che hanno concorso al calcolo della Posizione Finanziaria Netta (PFN) di Visibilia;
- 2) l'elenco delle società quotate componenti il campione selezionato per le analisi condotte ai fini della eventuale applicazione del metodo dei multipli di mercato (*i.e.*: comparables) quale metodologia empirica di confronto rispetto alla valutazione fondamentale (basata sul metodo DCF);
- 3) elementi di approfondimento in relazione alla procedura prudenziale di rettifica di talune poste relative all'attivo circolante.



1. Calcolo della Posizione Finanziaria Netta di Visibilia

Sotto il profilo economico - patrimoniale, la *fairness opinion* si basa sull'analisi della situazione al 31 dicembre 2012, come risulta dai documenti di bilancio, a cui hanno fatto seguito le analisi relative alle evoluzioni successive aggiornate al 31 maggio 2013, data della Situazione Patrimoniale più recente disponibile.

Tanto premesso, nella tabella che segue sono dettagliate le voci che hanno concorso al calcolo della Posizione Finanziaria Netta di Visibilia al 31 maggio 2013 comparate con la situazione al 31 dicembre 2012, con l'indicazione, al fine di consentire un più agevole confronto con i dati dell'ultimo bilancio di esercizio approvato dalla società, il valore delle medesime voci alla data del 31 dicembre 2012:

Posizione finanziaria netta (PFN)	31-dic-12	31-mag-13
Debito vs Banche c/ Anticipi (+)	8.445.928	7.701.395
Debiti vs Banche a medio termine (+)	6.219.181	5.434.931
Disponibilità liquide (-)	-238.096	-175.441
Totale PFN	14.427.013	12.960.885

Al riguardo, peraltro, come già debitamente evidenziato nella Relazione, e al fine di dare una rappresentazione direttamente correlata alle attività operative, si precisa che il *management* della Società non ha ricompreso nel calcolo della Posizione Finanziaria Netta il valore del credito finanziario, iscritto nella Situazione Patrimoniale al 31 maggio 2013 e pari a Euro 2.450.000, che Visibilia vanta nei confronti della propria partecipata DI Partecipazioni S.r.l., valore che ha permesso a quest'ultima l'acquisto di un pacchetto rilevante di azioni di Bioera (circa il 15%).

Detto credito è stato comunque assunto nella stima dallo scrivente ed evidenziato a *latere* alla stregua di un surplus asset.

2. Elenco delle società comparabili ai fini delle analisi di confronto

Nella Relazione lo scrivente ha dato atto, sotto il profilo metodologico, di aver eseguito un test di verifica del processo di valutazione al fine di sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti con la metodologia fondamentale di natura finanziaria (basata sul metodo del DCF), tramite la ricerca di possibili multipli di mercato relativi a società comparabili da applicare come metodologia di controllo, interrogando alcune banche dati finanziarie specializzate.

Il *panel* di società quotate individuate e potenzialmente comparabili è risultato il seguente:



SOCIETA'	PAESE
PUBLIGROUPE	SWI
JC DECAUX	FRA
AFFICHAGE HOLD	SWI
STROER OUT-OF-HOME	GE
WPP	IRE
OMNICOM	US
PUBLICIS	FRA
INTERPUBLIC	US
AEGIS	UK
HAVAS	FRA
MDC PARTNERS INC-A	US
DENTSU INC	JN

Esaminati i profili caratterizzanti le società del campione e analizzati i principali dati economico-finanziari, dimensionali, nonché le principali caratteristiche del modello di business seguito dalle stesse, in aggiunta al bacino geografico di riferimento, lo scrivente ha tratto la convinzione che nel caso di specie i multipli di mercato non sarebbero stati applicabili, in quanto il campione di potenziali competitors, come sopra individuato, per quanto in astratto comparabile, presenta tali e tanti elementi dissimili rispetto a Visibilia da inficiare la ragionevolezza dei potenziali risultati e, quindi, della loro stessa comparabilità rispetto alla metodologia fondamentale basata sulla capacità d'impresa di produrre flussi di cassa.

Come più diffusamente illustrato nella Relazione, infatti, la comparabilità, da un punto di vista operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quella oggetto di valutazione costituisce il presupposto fondamentale dell'applicazione del metodo dei multipli di mercato, atteso che la significatività dei risultati ottenuti è estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione.

In relazione a quanto precede, lo scrivente ha pertanto ritenuto ragionevole non utilizzare il metodo dei multipli di mercato, preferendo alla metodologia empirica una valutazione di carattere fondamentale.

3. Rettifica apportata al valore lordo di taluni crediti dell'attivo circolante

Nell'analisi ed individuazione delle poste di passivo da portare a deduzione del valore economico dell'attivo, lo scrivente, in aggiunta alla puntuale sommatoria delle esposizioni bancarie nette al 31 maggio 2013 (vedi tab. sopra), ha ritenuto opportuno e prudente portare altresì in deduzione alcuni elementi ricompresi nell'attivo corrente che per sopravvenuti eventi e/o circostanze presentano dei meccanismi di incasso meno fluidi rispetto all'ordinario, superando prudenzialmente le risultanze del bilancio d'esercizio 2012, che pure è stato sottoposto a revisione legale senza rilievi.



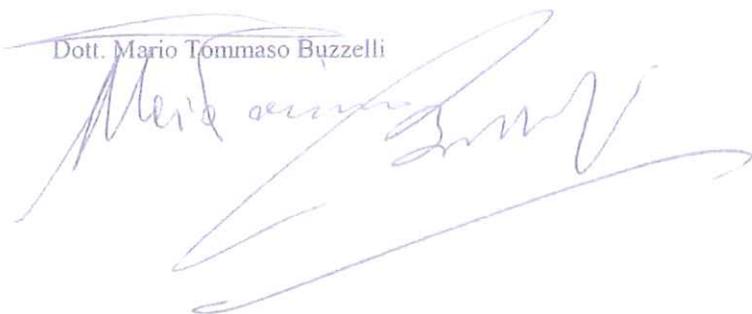
Tale approccio conservativo è apparso ad ogni modo coerente con le finalità della Relazione e, quindi, con il contemperamento degli interessi economici dei soci esistenti con quello del nuovo socio entrante (*i.e.*: Bioera).

Più nello specifico, gli elementi di correzione prudenziale sono stati apportati in relazione a taluni crediti di natura commerciale che, in fase di analisi propedeutica alla valutazione, sono apparsi caratterizzati da possibili circostanze di incerta e/o complessa e/o lenta esigibilità, che sono comunque oggetto di attenta e continua gestione da parte di Visibilia.

Tale rettifica (pari ad Euro 3.413.851) è stata quantificata con l'ausilio del *management* con cui lo scrivente ha condiviso le anzidette riflessioni sul portafoglio crediti.

Restando a disposizione per ogni ulteriore ed eventuale approfondimento dovesse occorrere, invio cordiali saluti.

Dott. Mario Tommaso Buzzelli

A large, stylized handwritten signature in blue ink, which appears to read 'Mario Tommaso Buzzelli', is written over the typed name.

PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE IN QUALITÀ DI PRESIDIO EQUIVALENTE AL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE RELATIVO ALL'INVESTIMENTO DI BIOERA S.p.A. IN VISIBILIA S.r.l. integrato su richiesta CONSOB del 18 ottobre 2013

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 le Operazioni con Parti Correlate, chiamato a esprimere il proprio parere, limitatamente alla ricorrenza dei requisiti di convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni, in merito alla proposta di investimento di Bioera (l'"**Investimento**") in Visibilia S.r.l. ("**Visibilia**"), a fronte della sottoscrizione di un aumento di capitale riservato cosicché, all'esito della suddetta sottoscrizione, Bioera venga a detenere una partecipazione pari al 40% del capitale sociale di Visibilia (la "**Partecipazione**").

L'Investimento avverrebbe nel contesto di un aumento di capitale riservato deliberato da Visibilia a favore di Bioera, dove Visibilia è una società di diritto italiano il cui capitale sociale è detenuto per una quota di Euro 450 migliaia, pari al 90% del capitale, da Daniela Garnero Santanchè, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Bioera e azionista rilevante di Bioera, detenendone, indirettamente, una quota pari al 14,9% tramite D1 Partecipazioni S.r.l..

La Società ha condotto, per il tramite di alcuni consulenti all'uopo incaricati, le necessarie verifiche economico-patrimoniali e legali su Visibilia. In particolare, per la definizione e la verifica dei valori di perfezionamento dell'Investimento, la Società ha incaricato lo Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati di svolgere una valutazione economico-patrimoniale-finanziaria di Visibilia, anche in considerazione del piano industriale 2014-2017 approvato dall'Amministratore Unico, alla luce del prospettato Investimento. La *fairness opinion* redatta dal summenzionato Studio Legale, a firma del dott. Mario Tommaso Buzzelli, in data 26 luglio 2013 all'esito delle proprie verifiche ci è stata messa a disposizione.

In particolare, il dott. Mario Tommaso Buzzelli, Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati, in data 26 luglio 2013 ha proceduto alla determinazione del valore economico della società Visibilia alla data di riferimento del 30 giugno 2013.

Ai fini dell'Investimento la Società ha altresì incaricato lo Studio Legale Labruna Mazziotti Segni di condurre una verifica su determinati aspetti legali di Visibilia; in particolare, lo Studio Legale Labruna Mazziotti Segni ha svolto una due diligence datata 26 luglio 2013 sulle seguenti aree legali: societario, contratti commerciali, beni immobili e mobili, proprietà intellettuale, assicurazioni, finanziamenti, contenzioso, dipendenti e rapporti di lavoro. Il Collegio nell'ambito del proprio presente parere ha avuto sottoposta la seguente documentazione, oltre quella sopra

menzionata, ovvero *Fairness Opinion* dello Studio Morri Cornelli e Associati e *Due Diligence Legale executive summary*: Accordo di Investimento tra Bioera SpA da una parte e Daniela Garnero Santanché e Ugo Fava dall'altra parte; Elementi di Piano Industriale di Visibilia 2014-2017; alcune carte di lavoro di natura tecnica.

1° Verifica delle caratteristiche dell'Operazione (Operazione di Minore/Maggiore Rilevanza)

a) Indice di rilevanza del controvalore: è il rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società = $900/18.052 = 4,985\%$ ovvero, per le società quotate, se maggiore, la capitalizzazione della società rilevata alla chiusura dell'ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato (relazione finanziaria annuale o semestrale o resoconto intermedio di gestione).

Se le condizioni economiche dell'operazione sono determinate, il controvalore dell'operazione è:

- i) per le componenti in contanti, l'ammontare pagato alla/dalla controparte contrattuale;
- ii) per le componenti costituite da strumenti finanziari, il fair value determinato, alla data dell'operazione, in conformità ai principi contabili internazionali adottati con Regolamento (CE) n.1606/2002;
- iii) per le operazioni di finanziamento o di concessione di garanzie, l'importo massimo erogabile.

Se le condizioni economiche dell'operazione dipendono in tutto o in parte da grandezze non ancora note, il controvalore dell'operazione è il valore massimo ricevibile o pagabile ai sensi dell'accordo.

L'Indice di rilevanza del Controvalore risulta inferiore al 5% (4,985%).

b) Indice di rilevanza dell'attivo: è il rapporto tra il totale attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale attivo della società. I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione. Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è il totale attivo della partecipata, indipendentemente dalla percentuale di capitale oggetto di disposizione. Per le operazioni di acquisizione e cessione di partecipazioni in società che non hanno effetti sull'area di consolidamento, il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il controvalore dell'operazione maggiorato delle passività della società acquisita eventualmente assunte dall'acquirente; $900/46.818 = 1,922\%$
- ii) in caso di cessioni, il corrispettivo dell'attività ceduta.

Per le operazioni di acquisizione e cessione di altre attività (diverse dall'acquisizione di una partecipazione), il valore del numeratore è:

- i) in caso di acquisizioni, il maggiore tra il corrispettivo e il valore contabile che verrà attribuito all'attività;
- ii) in caso di cessioni, il valore contabile dell'attività.

L'Indice di rilevanza dell'Attivo risulta inferiore al 5% (1,922%).

c) Indice di rilevanza delle passività: è il rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale attivo della società. $21.402/28.766 = 74,40\%$ I dati da utilizzare devono essere tratti dal più recente stato patrimoniale pubblicato (consolidato, se redatto) dalla società; ove possibile, analoghi dati devono essere utilizzati per la determinazione del totale delle passività della società o del ramo di azienda acquisiti.

L'Indice di rilevanza delle risulta superiore al 5% (74,40%).

Il Collegio pertanto rileva che la suddetta operazione con parte correlata, considerati i valori, assume il carattere di rilevanza ai sensi dell'Allegato 3 del Regolamento CONSOB in materia di operazioni con parti correlate (adottato con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, successivamente modificata con Delibera n. 17839 del 23 giugno 2010), che comporta l'obbligo di pubblicare un Documento Informativo ai sensi dell'art. 5 e dell'Allegato 4 del Regolamento stesso, nonché dell'art. 11.1 della Procedura inerente la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate adottata da Bioera S.p.A. in data 31 maggio 2011. Ciò in quanto ai fini della Procedura OPC si intendono OPC di maggiore rilevanza le OPC per cui uno degli indici di Rilevanza, applicabili a seconda della specifica operazione, superi, come nella fattispecie, il 5%.

2° Verifica delle condizioni dell'Operazione

Per quanto riguarda il corrispettivo dell'Investimento, lo stesso è stato determinato in Euro 900 migliaia. Tale Investimento sarà effettuato attraverso un aumento di capitale sociale di Visibilia per Euro 333.333, pari al 40% del capitale sociale, ed Euro 566.667 a titolo di sovrapprezzo, riservato a Bioera S.p.A. con rinuncia al diritto di sottoscrizione ex art. 2481 bis c.c. da parte dei soci esistenti. Tale investimento corrisponde quindi ad una valutazione complessiva di Visibilia pre aumento di capitale di Euro 1.350 migliaia (ovvero 1.350K più 900K = 2.250k il cui 40% è pari a 900k). Il Capitale Sociale di Visibilia all'esito della sottoscrizione dell'Aucap sarà pertanto pari ad Euro 833.333, ripartito come segue: Daniela Santanché una quota di € 450.000 pari al 54% del capitale sociale; Ugo Fava una quota di € 50.000 pari al 6% del capitale sociale; Bioera una quota di € 333.333 pari al 40% del capitale sociale.

Si riporta che il dott. Mario Tommaso Buzzelli, Studio Legale e Tributario Morri Cornelli e Associati, nel procedere in data 26 luglio 2013 alla determinazione del valore economico della società Visibilia alla data di riferimento del 30 giugno 2013, ha stimato, attraverso l'applicazione del metodo finanziario dell'*Unlevered Discount Cash Flow* alla data di riferimento, un valore economico puntuale di Visibilia pari a Euro 1.520 migliaia ed un intervallo di valori compreso tra un minimo di Euro 1.086 migliaia ed un massimo di Euro 2.013 migliaia. Si evidenzia altresì che il detto valutatore ha eseguito un test di verifica del processo di valutazione tramite la ricerca di

possibili multipli di mercato relativo a *comparables*, ma ha concluso di aver tratto la convinzione che nel caso di specie i multipli di mercato non sarebbero stati applicabili in modo ragionevole, per cui si è affidato unicamente ad una valutazione di carattere fondamentale basata sulla capacità d'impresa di produrre flussi di cassa, anziché ad una metodologia empirica. La valutazione fondamentale è comunque stata oggetto di una *sensitivity analysis* come da prassi consolidata, in relazione alle due principali variabili di calcolo, ossia il costo medio ponderato del capitale (WACC) ed il tasso di crescita sostenibile nel lungo periodo, da cui è appunto emerso il sopra segnalato *range* valutativo.

Il management, concordando con gli azionisti di Visibilia, per un valore d'ingresso nel capitale della Società ante aumento di capitale di Euro 1.350 migliaia, ha ritenuto prudenzialmente mantenersi nella parte bassa della forchetta di valori proposta dal perito.

Si riporta che dalla *due diligence executive summary* predisposta dallo studio legale a firma dell'Avv. Cirino Pomicino e messi a disposizione, dall'analisi legale condotta su Visibilia non sono emersi elementi di criticità rilevanti, fatta eccezione per quelli indicati nel medesimo documento e attinenti: i. ad aspetti formali concernenti la documentazione societaria ed in via di sistemazione secondo quanto rappresentato al Collegio dal dott. Aurelio Matrone; ii. a taluni rapporti con controparti commerciali; iii. a potenziali criticità relative ad alcuni rapporti di lavoro.

In particolare:

- esistenza di un contratto con la società Veronica My Radio S.r.l. che prevede la possibilità per quest'ultima società di diventare socia di Visibilia S.r.l.. Ad oggi la società Veronica My Radio S.r.l. non ha esercitato il proprio diritto di acquisire una partecipazione in Visibilia S.r.l.. In ogni caso, si rileva che, anche nell'ipotesi in cui ciò dovesse avvenire in futuro, l'Accordo di Investimento sottoscritto in data 29 luglio 2013 tra Bioera S.p.A. e i soci di Visibilia S.r.l. prevede che la partecipazione di Bioera S.p.A. in Visibilia S.r.l. non possa essere diluita.
- Il contratto di finanziamento tra Visibilia S.r.l. e D1 Partecipazioni S.r.l. (entrambe società riconducibili alla dott.ssa Daniela Garnero Santanchè), stipulato in data 17 maggio 2013, per € 2,45 milioni, non esplicita la durata e il tasso di interesse applicato alle somme finanziate; in data 27 luglio 2013 è stato integrato il contratto di finanziamento prevedendo un tasso di interesse pari all'Euribor 3 mesi più 50 punti base e un piano di rimborso in funzione delle esigenze di cassa di ambo le parti;
- per quanto riguarda i rapporti con controparti commerciali la citata *due diligence* evidenziava la mancanza di idonea documentazione contrattuale con alcuni clienti e fornitori; Visibilia S.r.l. ha dato evidenza documentale e spiegazioni a supporto di tali rapporti;
- per quanto riguarda i rapporti di lavoro la *due diligence* sollevava alcune criticità che da analisi successive appaiono circoscritte e di ordinaria amministrazione.

Con riferimento in particolare alla *fairness opinion*, ad eccezione del documento integrativo alla *fairness opinion* datato 1 agosto 2013 e pubblicato sul sito di Bioera S.p.A. il 10 ottobre 2013, al Collegio Sindacale non è stata data evidenza di ulteriori analisi.

Il Collegio, pertanto, tenuto conto di quanto sopra, sulla base della documentazione resa disponibile, ritiene che, alla data di riferimento dell'Operazione, le condizioni della stessa possono sostanzialmente considerarsi corrette ed equivalenti a quelle di mercato con l'avvertenza delle criticità segnalate nella *due diligence* legale, ora considerate sostanzialmente superate, come pure della non sussistenza nel lavoro del valutatore di effettuazione di analisi contabile e di analisi sul circolante, essendo il lavoro stesso basatosi sui documenti di bilancio approvati e su cui sono stati effettuati stress test, come riferitoci dal management.

3° Verifica in merito all'Interesse di Bioera al compimento dell'Operazione

Come rappresentatoci, l'operazione rientrerebbe nella strategia di diversificazione degli investimenti avviata dalla Società in seguito alla recente delibera assembleare che ha autorizzato una modifica dell'oggetto sociale in tal senso. A tale proposito, Visibilia è una concessionaria pubblicitaria attiva nella raccolta e gestione della pubblicità in genere e, in particolare, su quotidiani, emittenti televisive e radiofoniche private, periodici e *web*; l'interesse di Bioera per il settore media rappresenterebbe quindi la finalizzazione di una serie di iniziative esplorative già da tempo avviate dalla Società e che nel prossimo futuro potrebbero prevedere ulteriori interventi. Bioera e Visibilia, con la finalizzazione dell'investimento, intenderebbero pertanto esplorare congiuntamente opportunità di *business* nell'*industry* facendo leva sulle attività di concessionaria pubblicitaria, operando in maniera sinergica. L'importo dell'investimento sarebbe utilizzato per sostenere Visibilia sotto il profilo delle risorse finanziarie e manageriali, al fine della realizzazione del piano industriale 2014-2017 approvato dall'Amministratore Unico di Visibilia in data 26 luglio 2013, e messi a disposizione. Per completezza di informativa si evidenzia in questo contesto come Visibilia sia intervenuta nei mesi scorsi a favore di D1 Partecipazioni Srl al momento dell'acquisizione della partecipazione della stessa in Bioera, per la quota anzidetta del 14,9% mediante l'erogazione di una somma avente le natura di finanziamento fruttifero per un ammontare complessivo di € 2,45 milioni, finanziamento il cui tasso di interesse è pari all'Euribor 3 mesi più 50 punti base.

Il Collegio ha dunque considerato elementi quali le prospettive di intervento sinergico delle due società interessate all'Operazione nel perseguire per Bioera la strategia di diversificazione degli investimenti; in conseguenza di ciò la possibilità di economicizzazione di alcuni costi in capo a Bioera nell'esplorare tale nuovo settore di attività.

* * *

Conclusioni

In estrema sintesi, il Collegio, in conformità alle previsioni di legge e di quelle contenute nella Procedura per la disciplina delle Operazioni con Parti Correlate adottata dalla Società, preso atto delle motivazioni poste alla base dell'operazione come illustrate dal management della società, ritiene che l'Operazione possa rientrare nell'interesse di Bioera, a condizione che i valori mediante i quali essa si esplica siano congrui.

Essendo stata fornita una *fairness opinion* sul valore economico di Visibilia al 30 giugno 2013 e tenuto conto delle risultanze della *due diligence legale*, il Collegio – ferme restando le avvertenze e chiarimenti come sopra esposti, ad oggi, in relazione ai predetti documenti - ritiene che possa sussistere il requisito della convenienza, inteso come assenza di sproporzione tra l'Investimento e il valore economico di Visibilia così come risultante dalla citata *fairness opinion*, nonché quello sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Come già rilevato l'operazione di aumento di capitale di Visibilia S.r.l. è stata determinata assumendo un valore economico della medesima pari ad Euro 1.350 migliaia, valore che si colloca nella parte bassa della forchetta di valori proposta dal perito, ovvero tra Euro 1.086K ed Euro 2.013K.

Trattandosi di aumento di capitale tale valore in discorso deve essere misurato con riferimento alla situazione successiva a tale aumento. Poiché l'investimento di Bioera S.p.A. in Visibilia S.r.l. risulta essere di Euro 900 migliaia (incluso il sovrapprezzo azioni), il valore complessivo su cui misurare la quota assegnata rappresentativa del 40% del capitale risulta pari ad Euro 2.250 migliaia (ovvero valutazione base di Euro 1.350K maggiorato di 900K); conseguentemente il costo dell'operazione appare congruo rispetto al valore economico di Visibilia S.r.l. determinato dal perito.

Inoltre, dall'esame degli accordi contrattuali non emergono pattuizioni che possano pregiudicare le analisi svolte connesse alla congruità dell'operazione.

Milano, 24 ottobre 2013

Il Collegio Sindacale, presidio equivalente al Comitato per Operazioni con Parti Correlate

Dott. Luigi Reale



Dott. Jean-Paul Baroni



Dott. Carlo Polito

