pwc

PARERE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2437-*TER*, SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE

Al Collegio dei Liquidatori di
Bioera SpA in liquidazione

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Su proposta del Collegio dei Liquidatori di Bioera SpA in liquidazione (di seguito, anche "Bioera" o la "Società") e a seguito dell'avviso di convocazione pubblicato in data 23 febbraio 2011, l'Assemblea straordinaria degli Azionisti della Società, prevista per il giorno 25 marzo 2011 in prima convocazione, e, occorrendo, per il giorno 26 marzo 2011 in seconda convocazione, è chiamata a deliberare, tra l'altro, in merito alla revoca dello stato di liquidazione.

In tale circostanza, la Società ha ritenuto applicabile l'articolo 2437 del Codice Civile che prevede, per gli azionisti che non intendano concorrere a tale deliberazione, la possibilità di esercitare il diritto di recesso (di seguito anche il "Diritto di Recesso"). L'articolo 2437-*ter*, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dal Consiglio di Amministrazione, nella fattispecie il Collegio dei Liquidatori, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale.

PricewaterhouseCoopers SpA, quale soggetto incaricato della revisione legale, ai sensi del D. Lgs. 39/2010 e del D. Lgs. 58/98, del bilancio d'esercizio di Bioera, ha ricevuto dal Collegio dei Liquidatori della Società, in data 28 febbraio 2011, l'incarico di predisporre il parere *ex* articolo 2437-*ter*, secondo comma, del Codice Civile sul valore di liquidazione delle azioni di Bioera.

I Liquidatori, in data 28 febbraio 2011, hanno messo a nostra disposizione la "*Relazione dei Liquidatori sul valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso*" (di seguito anche la "Relazione del 28 febbraio 2011").

In tale contesto, abbiamo emesso il presente parere (di seguito anche il "Parere") al fine di poter consentire al Collegio dei Liquidatori il completamento dell'iter previsto dall'articolo 2437-*ter* del Codice Civile procedendo alla fissazione definitiva del valore di liquidazione delle azioni.

Ai sensi dell'articolo 2437-*ter*, secondo comma, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale della Società è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.

2. IL CONTESTO DI RIFERIMENTO

Per completezza di informativa e per fornire agli Azionisti una più completa illustrazione del contesto di riferimento nell'ambito del quale si colloca il potenziale esercizio del Diritto di Recesso, si riporta di seguito una descrizione sintetica della complessiva operazione di ristrutturazione che ha coinvolto Bioera negli ultimi mesi.

In data 25 giugno 2010, l'Assemblea Straordinaria di Bioera – a seguito dell'avvenuto riscontro da parte del Consiglio di Amministrazione di un patrimonio netto negativo per circa € 13 milioni, del conseguente persistere di una causa di scioglimento della Società e dell'indisponibilità da parte degli Azionisti ad effettuare un aumento di capitale – aveva deliberato la presa d'atto di una causa di scioglimento della società e la sua messa in liquidazione ai sensi degli articoli 2447 e 2484, quarto comma, del Codice Civile, provvedendo altresì a nominare un Collegio dei Liquidatori nelle persone di Christopher Stanley Bizzio, Lucia Morselli e Danilo Morini ed incaricando il medesimo della ricerca di soluzioni tali da riportare in *bonis* la Società.

Il Collegio dei Liquidatori avviava trattative con soggetti finanziari ed industriali potenzialmente interessati a partecipare ad un piano di risanamento della Società. Ad esito di tale attività in data 9 agosto 2010 veniva stipulato un impegno di investimento con l'Ing. Canio Mazzaro (di seguito, l'"Investitore") nell'ambito del quale venivano delineate le linee guida del piano di risanamento della Società, i cui contenuti venivano poi riportati nella proposta di concordato preventivo depositata presso il Tribunale di Reggio Emilia in data 10 agosto 2010 (di seguito, il "Concordato Preventivo").

Su tale proposta di Concordato Preventivo il Tribunale di Reggio Emilia si è espresso favorevolmente con decreto in data 17 agosto 2010, ordinando la convocazione dei creditori per il giorno 8 novembre 2010.

Nel contesto dell'attuazione del Concordato Preventivo, i Liquidatori proponevano, tra l'altro, agli Azionisti della Società di deliberare in merito ad un aumento di capitale articolato in più fasi (di seguito, gli "Aumenti di Capitale"), previa adozione dei provvedimenti di cui agli artt. 2447 e/o 2446 del Codice Civile e sottolineando che lo stesso era da intendersi condizionato, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta di concordato preventivo.

L'Assemblea degli Azionisti tenutasi in data 4 novembre 2010 ha assunto le seguenti deliberazioni:

a) riduzione e contestuale aumento del capitale a pagamento, in forma scindibile, per l'ammontare massimo di € 3.000.000,00 mediante emissione di nuove azioni ordinarie Bioera, prive del valore nominale, godimento regolare, da offrirsi in opzione agli Azionisti in proporzione alla partecipazione dagli stessi posseduta ai sensi dell'articolo 2441, comma 1, del Codice Civile, da sottoscriversi entro il termine ultimo del 18° mese successivo al deposito del

pwc

decreto di omologazione del Concordato Preventivo (di seguito, l'"Aumento di Capitale in Opzione");

b) aumento del capitale sociale a pagamento, in forma inscindibile, per l'ammontare di € 9.000.000,00, di cui € 3.000.000,00 mediante versamento in contanti ed € 6.000.000,00 mediante compensazione del debito da sottoscrizione con il credito privilegiato per pari importo che l'Ing. Canio Mazzaro acquisterà da Banca Monte Paschi di Siena SpA e Monte Paschi Capital Services Banca per le Imprese SpA (di seguito congiuntamente "MPS"), attuale creditore privilegiato della società, mediante emissione di nuove azioni ordinarie prive del valore nominale, godimento regolare, riservato all'Investitore, con esclusione del diritto di opzione in capo agli Azionisti ai sensi dell'articolo 2441, comma 5, del Codice Civile, da sottoscriversi entro il termine ultimo del 15° giorno successivo al deposito del decreto di omologazione del Concordato Preventivo (di seguito, l'"Aumento di Capitale Riservato all'Investitore");

c) aumento del capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, per l'ammontare massimo di € 6.000.000,00 mediante emissione di nuove azioni ordinarie prive del valore nominale, godimento regolare, eventualmente incrementato per la parte non sottoscritta dagli Azionisti di cui al punto (a) che precede, da collocare al pubblico sul mercato con esclusione del diritto di opzione spettante agli Azionisti ai sensi dell'art 2441, comma 5 del Codice Civile, da sottoscriversi entro il termine ultimo del 18° mese successivo al deposito del decreto di omologazione del concordato preventivo (di seguito, l'"Aumento di Capitale Riservato al Mercato");

d) emissione di *warrant* denominati "*Warrant Bioera 2010*", non destinati alla quotazione, validi ai fini della sottoscrizione di azioni ordinarie Bioera di nuova emissione prive del valore nominale, godimento regolare, da assegnare gratuitamente ed in misura proporzionale al credito vantato ai creditori chirografari della Società con facoltà di conversione in qualunque momento entro tre anni dall'assegnazione e approvazione del relativo regolamento;

e) aumento del capitale sociale a pagamento, in forma scindibile, per l'ammontare massimo di € 1.000.000 mediante emissione di nuove azioni ordinarie Bioera, prive del valore nominale, godimento regolare, da porre al servizio esclusivo dei warrant denominati "*Warrant Bioera 2010*" (di seguito, l'"Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant").

In relazione alle proposte di aumento di capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quinto comma, del Codice Civile e 158, primo comma del D.Lgs. 58/98 (l'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, l'Aumento di Capitale Riservato al Mercato e l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant), il Collegio dei Liquidatori ha predisposto la relazione illustrativa in data 5 ottobre 2010, ai sensi dell'articolo 3 del Decreto del Ministero di Grazia e Giustizia n. 437 del 5 novembre 1998, ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, del Codice Civile e ai sensi dell'articolo 72 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 come successivamente modificato, contenente l'illustrazione e la motivazione delle suddette proposte di aumento di capitale e riportante i criteri adottati dai Liquidatori per la determinazione

del prezzo delle azioni di nuova emissione ("Relazione del 5 ottobre 2010").

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione legale ai sensi del D. Lgs. 39/2010 e del D.Lgs. 58/98 del bilancio d'esercizio di Bioera, abbiamo espresso in data 18 ottobre 2010, ai sensi del combinato disposto dell'articolo 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'articolo 158, primo comma del D.Lgs. 58/98, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dai Liquidatori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito degli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Successivamente alle deliberazioni sopra descritte, con decreto del 18 gennaio 2011, pubblicato in data 2 febbraio 2011, il Tribunale di Reggio Emilia ha provveduto ad omologare il Concordato Preventivo ai sensi e per gli effetti dell'articolo 180 della Legge Fallimentare.

Conseguentemente, in attuazione della deliberazione assunta dall'Assemblea degli Azionisti in data 4 novembre 2010, come indicato anche nella Relazione dei Liquidatori, in data 17 febbraio 2011 è stato eseguito e completato l'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore (per complessivi € 9.000.000,00) e, conseguentemente, è venuto meno il presupposto di cui all'articolo 2484, comma 1, n. 4, del Codice Civile in base al quale era stato deliberato lo stato di liquidazione della Società.

Il Collegio dei Liquidatori ha dunque provveduto a convocare per il giorno 25 marzo 2011 (o per il 26 marzo 2011 in seconda convocazione) l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti per deliberare in merito alla revoca dello stato di liquidazione di Bioera.

3. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha il fine di fornire al Collegio dei Liquidatori di Bioera il parere previsto dall'articolo 2437-*ter* del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dai Liquidatori per determinare il valore di liquidazione delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

Il presente documento illustra il metodo seguito dal Collegio dei Liquidatori della Società, unitamente alle eventuali difficoltà da questi incontrate per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla sua corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione compete esclusivamente ai Liquidatori.

pwc

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Relazione del 28 febbraio 2011 sul valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, predisposta dai Liquidatori di Bioera ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2437 e dell'articolo 2437-*ter* del Codice Civile;

- situazioni economiche e patrimoniali di Bioera e delle società dalla stessa partecipate alla data del 30 settembre 2010;

- bilancio al 31 dicembre 2010 della società controllata Ki Group SpA, approvato dall'assemblea dei soci del 3 marzo 2011;

- progetto di bilancio al 31 dicembre 2010 della CDD SpA (società soggetta a controllo congiunto), non ancora approvato dall'assemblea dei soci;

- situazioni patrimoniali ed economiche delle società controllate Organic Oils SpA e International Bar Holding Srl, in corso di predisposizione e non ancora approvate dai rispettivi consigli di amministrazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 10 marzo 2011, che, per quanto a conoscenza dei Liquidatori di Bioera, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

Si segnala che alla data di redazione della presente relazione non è ancora disponibile la bozza di bilancio di Bioera. Inoltre, non è disponibile alcuna situazione patrimoniale ed economica della società collegata General Fruit Srl.

Si evidenzia inoltre che, ai fini dello svolgimento del presente lavoro, abbiamo fatto riferimento alla Relazione del 5 ottobre 2010 predisposta dai Liquidatori nell'ambito degli Aumenti di Capitale di Bioera, deliberati in data 4 novembre 2010, nonché della documentazione resa disponibile in tale sede ai fini della predisposizione del nostro parere di congruità del 18 ottobre 2010. In particolare, riteniamo utile qui richiamare, tra gli altri, i seguenti documenti:

- Copia del ricorso *ex* articolo 160 della Legge Fallimentare per l'ammissione a procedura di Concordato Preventivo di Bioera SpA al Tribunale di Reggio Emilia completa di relativi allegati;

- Relazione *ex* art 161, terzo comma, Legge Fallimentare di attestazione del piano di sistemazione presentato dalla Bioera SpA ai fini dell'ammissione alla procedura di Concordato Preventivo, predisposta dal professionista indipendente Dott. Liban Ahmed

Mohamed Varetti;

- documentazione a supporto della valutazione predisposta dai Liquidatori, ai criteri ed alle modalità di determinazione dei valori delle partecipazioni di Bioera ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Bioera proposto per l'operazione in esame;

- bilanci di esercizio e consolidato di Bioera SpA al 31 dicembre 2009 assoggettati a revisione contabile da parte di altra società di revisione, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 28 aprile 2010;

- relazione semestrale consolidata di Bioera SpA al 30 giugno 2010 assoggettata a revisione contabile limitata da parte di altra società di revisione, la cui relazione è stata emessa in data 27 agosto 2010;

- situazione patrimoniale ed economica di Bioera SpA al 30 giugno 2010;

- bilanci di esercizio al 31 dicembre 2008 e 31 dicembre 2009 delle principali società partecipate di Bioera SpA: Ki Group SpA e relativa partecipazione La Fonte della Vita Srl, Organic Oils SpA, CDD SpA e relativa partecipazione Nuova Euromark Srl, Jungle Juice Srl in liquidazione, International Bar Holding Srl e relative partecipazioni tra cui General Fruit Srl e Natfood Srl, Lacote Srl;

- situazioni patrimoniali ed economiche delle partecipazioni di Bioera SpA elencate al punto precedente con riferimento al 30 giugno 2010.

5. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAI LIQUIDATORI E RELATIVI RISULTATI

5.1 Premessa

Anzitutto, i Liquidatori sottolineano che, qualora si verifichi una causa di recesso, l'articolo 2437-*ter* del Codice Civile dispone che i soci hanno diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercitano il recesso. Al fine di porre i soci recedenti in condizioni di conoscere il valore di liquidazione delle proprie azioni in epoca anteriore all'assemblea avente ad oggetto l'approvazione delle delibere relative alla revoca dello stato di liquidazione, il secondo comma dell'articolo 2437-*ter* del Codice Civile dispone che gli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, determinano il valore di liquidazione "*tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni*".
I Liquidatori evidenziano inoltre che l'articolo 2437-*ter*, terzo comma, del Codice Civile prevede che il valore di liquidazione delle azioni delle società quotate debba essere determinato facendo "*esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni*

legittimano il recesso".
A tale proposito, i Liquidatori hanno precisato nella Relazione del 28 febbraio 2011 che tale criterio non risulta applicabile nel caso specifico, dal momento che il titolo Bioera è stato sospeso dalle negoziazioni con provvedimento emesso da Borsa Italiana SpA in data 16 aprile 2010.
Pertanto, ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni, i Liquidatori riferiscono di avere fatto riferimento ai criteri individuati dal secondo comma dell'articolo 2437-*ter* del Codice Civile per le società non quotate.

5.2 Metodologie adottate dai Liquidatori

Premesso quanto sopra, i Liquidatori ricordano che, in occasione degli Aumenti di Capitale, avevano provveduto alla redazione della Relazione del 5 ottobre 2010, che illustrava e motivava le proposte di aumento di capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quinto comma, del Codice Civile e dell'articolo 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98, indicando i criteri da utilizzare ai fini della determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.
In particolare, i Liquidatori ricordano che dall'applicazione di detti criteri era emerso che il patrimonio netto di Bioera, prima degli Aumenti di Capitale, era rappresentato da un valore sostanzialmente nullo. Conseguentemente, riferiscono i Liquidatori, il valore della Società in seguito all'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, perfezionato per Euro 9.000.000,00 dall'Ing. Mazzaro il 17 febbraio 2011, risulta equivalente al valore dell'aumento di capitale stesso e, quindi, equivalente al valore del patrimonio netto risultante post aumento pari ad Euro 9.000.125,00.
Come già specificato sempre nella Relazione del 5 ottobre 2010, il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà il medesimo per tutte le diverse fasi degli Aumenti di Capitale, incluso l'Aumento di Capitale Riservato al Mercato, da perfezionarsi entro il 18° mese successivo al deposito del decreto di omologazione del Concordato Preventivo.

I Liquidatori, ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni Bioera per il Diritto di Recesso, hanno affermato nella Relazione del 28 febbraio 2011 di ritenere ancora valide e attuali le considerazioni svolte nella Relazione del 5 ottobre 2010 con riferimento ai criteri ed alle metodologie valutative adottate ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni Bioera nell'ambito degli Aumenti di Capitale.

In particolare, i Liquidatori hanno precisato che la principale determinante del valore di patrimonio netto di Bioera è rappresentata dal valore economico delle partecipazioni da essa detenute e che le analisi valutative inerenti dette partecipazioni erano state sviluppate principalmente attraverso l'applicazione del metodo dei multipli, nonché supportate tramite esercizi valutativi basati su metodologie reddituali, tenendo conto dei risultati storici e dell'andamento delle società.

Sulla base di quanto sopra e per la finalità di determinare il valore delle azioni ai sensi dell'articolo 2437-*ter* del Codice Civile, i Liquidatori riferiscono di avere aggiornato le valutazioni sopra

descritte per tenere conto di dati più recenti, utilizzando le situazioni economiche e patrimoniali al 30 settembre 2010 delle società partecipate. Sulla base di tali valutazioni, nella Relazione del 28 febbraio 2011 i Liquidatori ritengono che non siano intervenute *medio tempore* modificazioni tali da incidere sostanzialmente sui risultati delle valutazioni precedentemente espresse, in applicazione dei metodi sopra descritti.

I Liquidatori segnalano inoltre di avere tenuto in considerazione alcuni accadimenti significativi intercorsi sino alla data della Relazione del 28 febbraio 2011 e, nello specifico, l'intervenuta omologazione del Concordato Preventivo da parte del Tribunale di Reggio Emilia in data 2 febbraio 2011 e l'esecuzione in data 17 febbraio 2011 dell'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore pari a € 9.000.000,00.

I Liquidatori evidenziano che le considerazioni sopra espresse conducono ad un risultato complessivo sostanzialmente in linea rispetto a quello raggiunto in occasione degli Aumenti di Capitale, che, come segnalato dai medesimi Liquidatori, rappresentano una fase di un più ampio processo tuttora in corso volto al risanamento ed al rilancio del Gruppo, in esecuzione delle previsioni del Concordato Preventivo.

5.3 Risultati cui pervengono i Liquidatori

Alla luce delle considerazioni sopra richiamate e sulla base del valore economico attribuito a Bioera in occasione degli Aumenti di Capitale, aggiornato per tenere conto dell'intervenuta esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore e dell'andamento corrente delle società partecipate come sopra ricordato, i Liquidatori sono pervenuti alla determinazione del valore del capitale complessivo di Bioera in Euro 9.000.125,00 e, pertanto, ad un valore di liquidazione unitario che risulta pari a:

Euro 0,000013986

per ciascuna delle n. 643.508.937.500 azioni Bioera in circolazione.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAI LIQUIDATORI

Nella Relazione del 28 febbraio 2011 vengono indicate le seguenti difficoltà incontrate dai Liquidatori nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni:

- il processo di risanamento e di rilancio che caratterizza Bioera e alcune delle società partecipate è tuttora in corso;
- come sopra ricordato all'inizio del par. 5, la sospensione del titolo Bioera dalle negoziazioni non ha reso possibile l'applicazione del metodo individuato per le società quotate

dall'articolo 2437-*ter*, terzo comma, del Codice Civile, basato sulla rilevazione dell'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni;

- non sono disponibili alla data odierna piani economici e finanziari pluriennali approvati se non quelli in corso di redazione e analisi da parte dell'Investitore. I Liquidatori precisano tuttavia che, per la finalità della loro valutazione, così come previsto dalla normale prassi e dottrina sul tema, eventuali sinergie e benefici derivanti dalle scelte dell'Investitore non possono essere considerate quali informazioni alla base del processo valutativo;

- alla data della Relazione del 28 febbraio 2011, non sono ancora disponibili i bilanci al 31 dicembre 2010 né delle partecipate (tranne una) né di Bioera;

- i dati al 30 settembre 2010 utilizzati dai Liquidatori ai fini della Relazione del 28 febbraio 2011 costituiscono dati gestionali, non approvati dagli organi amministrativi delle società e non assoggettati a revisione legale.

7. LAVORO SVOLTO

Alla luce di quanto sopra riportato, ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato la Relazione del 28 febbraio 2011 dei Liquidatori;

- svolto un riesame critico della Relazione del 5 ottobre 2010 dei Liquidatori nell'ambito degli Aumenti di Capitale di Bioera e della documentazione da essa richiamata, alla luce della situazione attuale della Società (in particolare, considerando l'intervenuto decreto di omologa del Concordato Preventivo);

- esaminato e svolto una lettura critica delle situazioni economiche e patrimoniali al 30 settembre 2010 nonché dei dati disponibili al 31 dicembre 2010 relativi alle società del Gruppo Bioera, sopra dettagliati al paragrafo 4, al fine di verificare la situazione economica e patrimoniale delle partecipazioni di Bioera alla data del presente Parere. In particolare, l'analisi è stata finalizzata all'aggiornamento in merito alle condizioni economiche e finanziarie delle società partecipate da Bioera rispetto alle analisi condotte nel mese di ottobre 2010;

- proceduto a sviluppare autonomi spunti valutativi basati su metodologie reddituali applicate ai risultati economici e finanziari preconsuntivi aggiornati al 31 dicembre 2010 e all'andamento corrente delle società oggetto di valutazione;

- ricevuto formale attestazione dai Liquidatori della Società sugli elementi di valutazione messici a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai sopraindicati dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAI LIQUIDATORI

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Collegio dei Liquidatori ha avuto quale scopo la determinazione del valore di liquidazione delle azioni ai fini dell'esercizio del Diritto di Recesso, in linea con il disposto dell'articolo 2437-*ter* del Codice Civile. Di conseguenza, il contenuto della loro Relazione del 28 febbraio 2011 non può essere utilizzato per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni da noi svolte in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze, del metodo valutativo scelto dai Liquidatori della Società per la determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni, sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, sono riportate di seguito:

- Nella Relazione del 28 febbraio 2011 i Liquidatori non illustrano le specifiche metodologie valutative utilizzate per addivenire alla determinazione in via preliminare del valore di liquidazione delle azioni di Bioera ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, bensì fanno sostanziale rinvio alla determinazione del valore delle azioni Bioera ai fini degli Aumenti di Capitale, effettuata nell'ambito della Relazione del 5 ottobre 2010 predisposta in vista dell'assemblea straordinaria dei soci del 4 novembre 2010 chiamata proprio a pronunciarsi sui sopra richiamati Aumenti di Capitale.

- Come ricordato nella Relazione del 5 ottobre 2010, le operazioni di aumento di capitale si inquadravano nell'ambito della già ricordata proposta di Concordato Preventivo ai sensi dell'articolo 160 della Legge Fallimentare, finalizzata al riequilibrio della situazione economico-patrimoniale della Società e alla ristrutturazione della sua posizione debitoria nell'ottica di un ritorno *in bonis*.
A tale fine, nella loro Relazione del 5 ottobre 2010 i Liquidatori hanno ritenuto di fare riferimento alla consistenza patrimoniale di Bioera come descritta e rappresentata nel ricorso del 10 agosto 2010 ai sensi dell'articolo 161, primo comma, della Legge Fallimentare e attestata ai sensi dell'articolo 161, terzo comma, Legge Fallimentare dal professionista Dott. Varetti, anche in considerazione dello stretto collegamento e interdipendenza tra le varie fasi del Concordato Preventivo, da un lato, e degli Aumenti di Capitale, dall'altro lato.

- Come sottolineato anche nella Relazione del 28 febbraio 2011, con riferimento alla metodologia per la determinazione della consistenza patrimoniale di Bioera, nella Relazione del 5 ottobre 2010 i Liquidatori avevano rilevato che la componente determinante del patrimonio netto della Società era rappresentata dai valori economici delle partecipazioni da quest'ultima detenute. La scelta dei Liquidatori era dunque ricaduta sull'applicazione alle singole partecipate di una metodologia basata sui multipli di mercato facendo riferimento ai multipli di società quotate comparabili. Con esclusivo riferimento alla società International Bar Holding Spa era stato prescelto un metodo patrimoniale, che ha comportato la valutazione della società General Fruit Srl, controllata dalla stessa International Bar Holding SpA, con la stessa metodologia dei multipli di mercato. Le rimanenti partecipazioni di International Bar Holding SpA non erano state oggetto di stima, trattandosi di società fallite o in liquidazione con patrimonio netto negativo.

Sempre nella Relazione del 5 Ottobre 2010, i Liquidatori avevano precisato che i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto appositamente selezionato erano stati applicati alle relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di valutazione. I Liquidatori avevano allora selezionato quale grandezza di riferimento per le società oggetto di analisi il valore dell'Ebitda al 31 dicembre 2009, normalizzando alcune poste per tener conto di effetti di eventi non ricorrenti. Nella Relazione del 5 ottobre 2010 era poi precisato che, al valore ottenuto a seguito dell'applicazione del moltiplicatore prescelto alla grandezza di riferimento dell'Ebitda 2009, era stata sottratta la posizione finanziaria netta delle partecipate risultante alla data del 31 marzo 2010.

• Inoltre, i Liquidatori avevano evidenziato di aver effettuato, con finalità di controllo e al fine di supportare le considerazioni emerse con l'applicazione del metodo principale dei multipli di mercato, alcune analisi basate su metodologie reddituali, senza peraltro fornire evidenza né delle modalità di applicazione di dette metodologie reddituali, né dei relativi risultati emersi. Secondo quanto riportato nella Relazione del 5 ottobre 2010, tali analisi reddituali, in considerazione dell'indisponibilità di piani economico-finanziari prospettici rilevata dai Liquidatori, si sono basate sui risultati storici e sull'andamento corrente delle società partecipate.

• L'applicazione delle metodologie prescelte, ai dati e con le modalità sopra sinteticamente descritte, aveva condotto i Liquidatori, come riportato nella Relazione del 5 ottobre 2010, a ricondurre il valore del patrimonio di Bioera prima degli Aumenti di Capitale ad un valore sostanzialmente nullo. Conseguentemente, il valore della Società in seguito agli Aumenti di Capitale era stato individuato dai Liquidatori nella Relazione del 5 ottobre 2010 come equivalente all'ammontare di ciascuno degli Aumenti di Capitale stessi, con la precisazione che il prezzo di emissione delle nuove azioni sarebbe stato il medesimo per tutti gli Aumenti di Capitale.

• La scelta dei Liquidatori di utilizzare le metodologie sopra descritte nell'ambito degli Aumenti di Capitale era stata ritenuta dalla sottoscritta società di revisione, nell'ambito della propria relazione ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 58/98, emessa in data 19 ottobre 2010, nelle circostanze ragionevole e non arbitraria, fermo restando quanto ivi indicato al paragrafo 10, in particolare ai punti 10(ii) e 10(iii).
Al riguardo, per completezza informativa, si ritiene opportuno richiamare qui di seguito quanto evidenziato dalla scrivente società di revisione nel paragrafo 10(iii) sopra citato con specifico riferimento alle scelte valutative adottate, alla loro applicazione e alle relative motivazioni:

"iii) Infine, si sottolinea quanto segue:

- *Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni con la metodologia dei multipli di mercato, i Liquidatori non hanno provveduto a: (i) fornire elementi e specifiche motivazioni idonee a supportare la scelta del multiplo pari a 7,6; (ii) riportare nella loro Relazione le specifiche considerazioni dagli stessi svolte con riferimento alle valutazioni di alcune partecipazioni detenute dalle controllate di Bioera Ki Group SpA, CDD SpA e General Fruit Srl. Le analisi da noi sviluppate e le sensitività svolte confermano peraltro la ragionevolezza dei risultati raggiunti dai Liquidatori, come sottolineato al precedente par. 9.*

- *I Liquidatori rilevano inoltre di aver effettuato, con finalità di controllo e al fine di supportare le considerazioni emerse con l'applicazione del metodo principale dei multipli di mercato, alcune analisi basate su metodologie reddituali, non fornendo peraltro nella loro Relazione alcuna evidenza né delle modalità di applicazione di dette metodologie reddituali, né dei relativi risultati emersi. Al riguardo, gli spunti valutativi da noi elaborati in via autonoma sulla base di metodologie reddituali applicate ai risultati storici e all'andamento corrente delle società oggetto di valutazione confermano peraltro la ragionevolezza dei risultati raggiunti dai Liquidatori attraverso l'applicazione del metodo principale dei multipli di mercato."*

Per un quadro completo delle nostre considerazioni in relazione alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni Bioera da parte dei Liquidatori ai fini degli Aumenti di Capitale si fa in ogni caso integrale rinvio alla sopra richiamata nostra relazione del 19 ottobre 2010.

• Con specifico riferimento al presente incarico, occorre preliminarmente ricordare il disposto dell'articolo 2437-*ter*, terzo comma, del Codice Civile, secondo cui il valore di liquidazione delle azioni delle società quotate deve essere determinato facendo "*esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*".
Tuttavia, qualora il titolo sia sospeso dalle quotazioni, com'è il caso di Bioera, la dottrina ritiene corretto che l'organo amministrativo faccia riferimento ai criteri individuati dal secondo comma dell'articolo 2437-*ter* del Codice Civile per le società non quotate.
Tali aspetti sono stati evidenziati dai Liquidatori nella Relazione del 28 febbraio 2011.
L'approccio al riguardo dei Liquidatori appare quindi motivato e corretto sotto il profilo metodologico.

• Il Collegio dei Liquidatori, come anticipato, ha ritenuto di non svolgere un nuovo procedimento valutativo analitico ed esplicito, volto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni Bioera ai fini del recesso, affermando di considerare "*ancora valide e attuali le considerazioni svolte nella relazione illustrativa del 5 ottobre 2010 con riferimento ai criteri ed alle metodologie valutative adottate*".
Attraverso il richiamo ai criteri utilizzati ai fini della determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione negli Aumenti di Capitale, e tenuto conto dell'omologazione del Concordato Preventivo e dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore nel frattempo intervenute, i Liquidatori hanno determinato il valore di Bioera in Euro 9.000.125,00, pari al suo attuale capitale sociale e patrimonio netto.

• I Liquidatori non esplicitano l'*iter* argomentativo seguito, nella loro Relazione del 28 febbraio 2011, per pervenire alla conferma dell'adeguatezza, anche alla data odierna, dei criteri individuati nella loro Relazione del 5 ottobre 2010 in occasione degli Aumenti di Capitale. Tuttavia, nella medesima Relazione del 28 febbraio 2011 vengono richiamate alcune considerazioni, già svolte dai Liquidatori nella Relazione del 5 ottobre 2010, che paiono motivare la scelta dei Liquidatori di escludere il ricorso ad altre metodologie valutative, confermando la ragionevolezza di fondo dell'impostazione adottata.

• Sotto un primo profilo, le considerazioni sopra richiamate dai Liquidatori in ordine alla scelta di escludere il criterio legislativamente predeterminato dall'articolo 2437-*ter*, terzo comma, del Codice Civile per le società quotate, stante la sospensione dalle negoziazioni del titolo Bioera, giustifica e motiva l'inutilizzabilità nel caso di specie del metodo di borsa.
Nella Relazione del 5 ottobre 2010, poi, i Liquidatori avevano altresì escluso il ricorso a metodologie finanziarie (*Discounted Cash Flow*), in quanto la Società non disponeva di piani economico-finanziari aggiornati e approvati, fatta eccezione per il piano di rilancio e sviluppo della Società predisposto dall'Investitore che, tuttavia, in quanto influenzato dalle possibili sinergie e benefici derivanti dall'operazione, non era stato ritenuto utilizzabile, in linea con la dottrina e la prassi, come base di un processo valutativo.
Dette considerazioni sono sostanzialmente riprese dai Liquidatori al terzo punto del paragrafo 3 relativo alle difficoltà incontrate nel loro lavoro, confermando l'indisponibilità di detti piani anche alla data della Relazione del 28 febbraio 2011 e la conseguente inapplicabilità nel caso di specie di metodologie finanziarie.

• Le sopra richiamate considerazioni circa la perdurante inutilizzabilità di metodologie di borsa e finanziarie paiono pertanto confermare, anche alla data odierna, la ragionevolezza e non arbitrarietà delle scelte metodologiche effettuate dai Liquidatori in occasione degli Aumenti di Capitale ed oggi confermate.
D'altra parte, il metodo dei multipli di mercato individuato dai Liquidatori quale metodo principale è comunemente utilizzato nella prassi valutativa, in particolare con riferimento alle *holding* di partecipazioni.
Con riferimento poi al metodo di controllo, come anticipato, i Liquidatori hanno sviluppato analisi basate su metodologie reddituali basate sui risultati storici e sull'andamento corrente delle società partecipate, proprio in considerazione della sopra ricordata indisponibilità di piani economico-finanziari prospettici.
Sul punto, pertanto, pur in un contesto motivazionale ricostruibile dalla lettura complessiva della Relazione del 28 febbraio 2011, la decisione dei Liquidatori può risultare, anche alla data odierna, adeguata e ragionevole.

• Nella Relazione del 28 febbraio 2011, i Liquidatori precisano poi di avere aggiornato le valutazioni sopra descritte per tenere conto di dati più recenti, attraverso l'utilizzo delle situazioni economiche e patrimoniali al 30 settembre 2010 delle società partecipate.
La scelta oggi effettuata dai Liquidatori di procedere all'aggiornamento delle valutazioni delle società partecipate da Bioera effettuate nell'ambito degli Aumenti di Capitale tenendo in considerazione l'evoluzione della gestione delle medesime partecipate nel corso dell'esercizio 2010, attraverso l'applicazione delle metodologie valutative prescelte in occasione degli Aumenti di Capitale a risultati economici e finanziari più recenti nel frattempo resisi disponibili, appare, nelle specifiche circostanze, in linea con la prassi valutativa ed adeguata sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà.

• Con riferimento ai risultati raggiunti all'esito dell'aggiornamento delle proprie precedenti analisi tenendo conto dell'andamento corrente delle società partecipate da Bioera, i Liquidatori concludono che non sono nel frattempo intervenute modificazioni tali da incidere

sostanzialmente sui risultati delle valutazioni precedentemente espresse, in applicazione dei metodi sopra descritti (dei multipli di mercato – in via principale – e reddituali – con finalità di controllo –).
I Liquidatori medesimi non forniscono tuttavia specifiche considerazioni di dettaglio con riferimento alla modalità di applicazione delle metodologie valutative prescelte ai dati più aggiornati, né in ordine ai risultati puntuali emersi all'esito di dette nuove valutazioni.

• Fermo restando quanto sopra, abbiamo a nostra volta provato ad elaborare, in via autonoma, analisi di sensitività e spunti valutativi, basati su metodologie reddituali applicate ai risultati storici e all'andamento corrente delle società oggetto di valutazione. A tale fine, abbiamo preso in considerazione le situazioni economiche e patrimoniali di Bioera e delle sue partecipate al 30 settembre 2010, utilizzate dai Liquidatori, nonché, ove disponibili, i dati più aggiornati al 31 dicembre 2010 delle società partecipate da Bioera indicati al precedente par. 4, pur non ancora oggetto in molti casi di espressa approvazione da parte dei rispettivi organi sociali.
Le analisi da noi sviluppate e le sensitività svolte con riferimento ai dati al 31 dicembre 2010 del Gruppo sembrerebbero in linea di principio poter condurre, con riferimento alla società partecipata Ki Group SpA che evidenzia al 31 dicembre 2010 incrementi in termini di redditività rispetto ai risultati riscontrati nell'esercizio 2009, a esiti valutativi differenti rispetto a quelli raggiunti dai Liquidatori in occasione degli Aumenti di Capitale. Devono peraltro essere a nostro avviso sottolineati i limiti di simili analisi di sensitività nelle specifiche circostanze, in considerazione tra l'altro delle difficoltà di applicazione degli stessi nella peculiare situazione di *turnaround* che caratterizza il Gruppo e del non agevole reperimento ed elaborazione dei dati rilevanti per le analisi.
Le considerazioni sopra svolte confermano a nostro avviso la sostanziale ragionevolezza, nelle circostanze e per le finalità del presente parere, della scelta oggi operata dai Liquidatori di confermare la valutazione effettuata in occasione degli Aumenti di Capitale.

• Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

9. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

i) In merito alle difficoltà, ai limiti e ad altri aspetti di rilievo incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

• Come indicato nella Relazione del 28 febbraio 2011 dei Liquidatori, la necessità di provvedere, nella fattispecie, alla determinazione, da parte dei Liquidatori medesimi, del valore delle azioni deriva dalla proposta di revoca dello stato di liquidazione della Società che sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria di Bioera prevista per il 25 marzo 2011, in prima convocazione, ed occorrendo il 26 marzo 2011, in seconda convocazione. Al riguardo, la revoca dello stato di liquidazione e la conseguente determinazione del valore di liquidazione delle azioni in vista del possibile esercizio del Diritto di Recesso da parte dei soci si collocano nell'ambito

dell'articolato processo legato al piano di risanamento individuato nel Concordato Preventivo omologato dal Tribunale di Reggio Emilia in data 2 febbraio 2011.

• Con riferimento alle società quotate, l'articolo 2437-*ter*, terzo comma, del Codice Civile prevede che il valore di liquidazione delle azioni debba essere determinato facendo "*esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*". Al riguardo, si ricorda che il titolo Bioera è sospeso dalle quotazioni a far data dal 16 aprile 2010, con il che i Liquidatori hanno correttamente e motivatamente ritenuto inapplicabile nel caso di specie il sopra richiamato criterio legislativamente predeterminato per l'individuazione del valore di liquidazione delle azioni ai fini del recesso nelle società quotate.

• Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni i Liquidatori hanno nuovamente applicato, come già in occasione degli Aumenti di Capitale del novembre 2010, il metodo dei multipli di mercato, svolgendo con finalità di controllo alcune analisi basate su metodologie reddituali basate sui risultati storici e sull'andamento corrente delle società partecipate. Come dagli stessi – pur sinteticamente – motivato, non sono state utilizzate né la metodologia di borsa, in quanto il titolo della Società è attualmente sospeso, né metodologie finanziarie basate su dati prospettici, non applicabili nelle circostanze in considerazione della indisponibilità di proiezioni economiche future. L'impossibilità, da parte dei Liquidatori, di applicare le suddette metodologie, comunemente invalse nella migliore prassi valutativa, può costituire un limite alla significatività dei risultati emersi.

• Per completezza informativa, si ritiene opportuno richiamare quanto da noi rilevato nell'ambito del nostro parere del 19 ottobre 2010 nell'ambito degli Aumenti di Capitale, con specifico riferimento ai possibili effetti delle diverse tempistiche indicate dai Liquidatori nella loro Relazione del 5 ottobre 2010 per l'esecuzione dei programmati Aumenti di Capitale: "*Nell'ampio arco di tempo che potrebbe intercorrere tra l'avveramento della condizione sospensiva (l'omologazione del Concordato Preventivo) e l'esecuzione dell'Aumento di Capitale in Opzione, dell'Aumento di Capitale Riservato al Mercato e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, il valore economico della Società potrebbe subire variazioni, anche di significato, per effetto dell'implementazione del piano di risanamento conseguente al Concordato Preventivo, nonché in relazione all'andamento dei mercati finanziari e delle prospettive economiche e finanziarie della Società e delle sue partecipate. Pertanto, i destinatari dell'Aumento di Capitale in Opzione, dell'Aumento di Capitale Riservato al Mercato e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, in quanto destinati ad essere eseguiti in un arco temporale più lungo rispetto a quello previsto per l'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, potrebbero beneficiare dell'incremento del valore economico della Società nel frattempo eventualmente intervenuto, sottoscrivendo azioni di nuova emissione al prezzo oggi determinato sulla base di un valore economico della società sostanzialmente nullo*" (cfr. nostra relazione in data 19 ottobre 2010, pagg. 23-24).

ii) Infine, si sottolinea quanto segue:

- Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni con la metodologia dei multipli di mercato, i Liquidatori non hanno provveduto a riportare nella loro Relazione del 28 febbraio 2011 le specifiche considerazioni dagli stessi svolte con riferimento all'aggiornamento delle valutazioni delle partecipate di Bioera sulla base dei dati al 30 settembre 2010. Le analisi da noi sviluppate e le sensitività svolte confermano peraltro la ragionevolezza delle scelte dei Liquidatori, come sottolineato al precedente par. 8.

- I Liquidatori rilevano di aver aggiornato, con finalità di controllo e al fine di supportare le considerazioni emerse con l'applicazione del metodo principale dei multipli di mercato, le analisi basate su metodologie reddituali precedentemente svolte in occasione degli Aumenti di Capitale, non fornendo peraltro nella loro Relazione del 28 febbraio 2011, come già nella Relazione del 5 ottobre 2010, alcuna evidenza né delle modalità di applicazione di dette metodologie reddituali, né dei relativi risultati emersi. Al riguardo, gli spunti valutativi da noi elaborati in via autonoma sulla base di metodologie reddituali applicate ai risultati storici e all'andamento corrente delle società oggetto di valutazione confermano peraltro la ragionevolezza dei risultati raggiunti dai Liquidatori attraverso l'applicazione del metodo principale dei multipli di mercato.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle considerazioni sopra descritte ai precedenti paragrafi 8 e 9, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente parere e fermo restando quanto evidenziato al precedente par. 9 *(ii)*, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che, nelle circostanze e limitatamente alla finalità per la quale sono state sviluppate, le metodologie di valutazione adottate dai Liquidatori per la determinazione del valore delle azioni di Bioera SpA ai fini dell'esercizio del Diritto di Recesso non siano adeguate, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, e non siano state correttamente applicate ai fini della suddetta determinazione del valore di liquidazione delle azioni, pari a Euro 0,000013986 per ciascuna delle n. 643.508.937.500 azioni Bioera in circolazione.

Il presente parere è indirizzato al Collegio dei Liquidatori di Bioera SpA ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'articolo 2437-*ter* del Codice Civile. Tale parere è reso disponibile ai soci di Bioera SpA ai sensi di legge, per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo. Il parere non potrà essere utilizzato per altro scopo o da soggetti terzi, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Milano, 10 marzo 2011

PricewaterhouseCoopers SpA

Elena Cogliati
(Revisore Contabile)