

**BIOERA SPA IN LIQUIDAZIONE E CONCORDATO PREVENTIVO**

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CONGRUITA'  
DEL CRITERIO PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI  
EMISSIONE DELLE AZIONI NELL'AMBITO DEGLI AUMENTI DI  
CAPITALE RISERVATI AI SENSI DELL'ARTICOLO 158, I COMMA,  
DEL DLGS 58/98 E DELL'ARTICOLO 2441, VI COMMA, DEL CODICE  
CIVILE**

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CONGRUITA' DEL CRITERIO PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI NELL'AMBITO DEGLI AUMENTI DI CAPITALE RISERVATI AI SENSI DELL'ARTICOLO 158, I COMMA, DEL DLGS 58/98 E DELL'ARTICOLO 2441, VI COMMA, DEL CODICE CIVILE**

**Agli Azionisti di  
Bioera SpA in liquidazione e in concordato preventivo**

**1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

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 ("TUIF"), abbiamo ricevuto dalla società Bioera SpA in liquidazione ed in concordato preventivo (nel seguito "Bioera" o la "Società") la relazione illustrativa del Collegio dei Liquidatori (di seguito "Collegio dei Liquidatori" o "Liquidatori") datata 5 ottobre 2010 predisposta ai sensi dell'art. 3 del Decreto del Ministero di Grazia e Giustizia n. 437 del 5 novembre 1998, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile e ai sensi dell'art. 72 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 come successivamente modificato (di seguito la "Relazione"), che illustra e motiva le suddette proposte di aumento di capitale, indicando i criteri adottati dai Liquidatori per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

Le proposte del Collegio dei Liquidatori, così come descritte nella Relazione, hanno per oggetto tra le altre, un'operazione complessiva di aumento del capitale sociale (di seguito, l'"Aumento di Capitale Complessivo") di Bioera a pagamento per un importo complessivo di € 19.000.000 articolato in diverse fasi, alcune delle quali configurate in aumenti di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi del quinto comma dell'art. 2441 del Codice Civile.

Secondo quanto riportato nella Relazione dei Liquidatori, tale operazione, descritta più ampiamente nel seguente Paragrafo 2, deve intendersi condizionata, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta di concordato preventivo ("Concordato Preventivo") ai sensi dell'art. 160 del Regio Decreto n. 267 del 16 marzo 1942 ("Legge Fallimentare") depositata presso il Tribunale di Reggio Emilia in data 10 agosto 2010. Su tale proposta di concordato 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.

La proposta del suddetto Aumento di Capitale Complessivo sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 4 novembre 2010.

Nella nostra qualità di società incaricata della revisione legale ai sensi del DLgs 39/2010 e del DLgs 58/98 del bilancio d'esercizio di Bioera, ci è stato richiesto dai Liquidatori della Società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, 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.

A tale proposito, preme evidenziare che la nostra società è stata incaricata della revisione legale del bilancio di Bioera in data 16 ottobre 2010 a seguito dell'intervenuta revoca da parte dell'assemblea del revisore precedentemente in carica.

Segnaliamo tuttavia che le nostre attività finalizzate all'emissione della presente relazione hanno avuto inizio precedentemente a tale data, secondo tempistiche che ci hanno permesso di svolgere tutte le procedure ritenute necessarie e avendo ottenuto lettera di incarico datata 5 ottobre 2010, subordinata al conferimento alla scrivente società dell'incarico di revisione legale.

## **2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE**

### Contesto di riferimento

Si riporta di seguito una descrizione sintetica del contesto di riferimento e della complessiva operazione relativa a Bioera nell'ambito del quale vengono ad essere inquadrati gli Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione, come nel seguito definiti.

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 artt. 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 tra cui, appunto, la formulazione di una proposta di Concordato Preventivo.

Come indicato nella Relazione, in ossequio al mandato ricevuto, 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 nel quale questi assumeva gli impegni di seguito descritti e nel quale venivano delineate le linee guida del piano di risanamento i cui contenuti venivano poi riportati nel Concordato Preventivo depositato presso il Tribunale di Reggio Emilia in data 10 agosto 2010. Su tale proposta di concordato 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.

I Liquidatori nella Relazione illustrano che, immediatamente dopo l'omologazione del Concordato Preventivo, si procederà i) alla riduzione del capitale sociale per perdite e ii) all'aumento dello stesso per complessivi € 19 milioni; tale aumento di capitale è strutturato in varie fasi come illustrato nei successivi paragrafi.

La Relazione illustra che il Concordato Preventivo prevede inoltre, in sintesi:

- a. la revoca dello stato di liquidazione;
- b. il pagamento integrale delle spese di prededuzione e dei costi di procedura;
- c. il pagamento integrale dei Creditori privilegiati;
- d. il pagamento parziale dei Creditori chirografari (previa compensazione delle reciproche ragioni di debito e credito) mediante versamento della somma complessiva di € 500.000,00, da effettuarsi pro quota, senza distinzioni in classi.

Nel contesto dell'attuazione del Concordato Preventivo, la Relazione dei Liquidatori illustra e propone, tra l'altro, agli Azionisti della Società di deliberare in merito ad un Aumento di Capitale Complessivo articolato in più fasi – previa adozione dei provvedimenti di cui agli artt. 2447 e/o 2446 del Codice Civile.

### L'Aumento di Capitale Complessivo

Nella loro Relazione i Liquidatori sottolineano che l'Aumento di Capitale Complessivo deve intendersi condizionato, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta di concordato preventivo.

Nella stessa Relazione dei Liquidatori si evidenzia inoltre che gli stessi hanno ritenuto opportuno proporre agli azionisti di deliberare in merito all'Aumento di Capitale Complessivo in data (4 novembre 2010) precedente rispetto alla prevista data dell'adunanza dei Creditori (prevista per il giorno 8 novembre 2010) al fine di porre i Creditori in condizione di conoscere, al momento della manifestazione del voto, le determinazioni degli Azionisti di Bioera in ordine all'attuazione delle operazioni attraverso cui si articolerà il Concordato Preventivo.

L'operazione sul capitale sociale che i Liquidatori illustrano all'Assemblea si configura come segue:

- a) riduzione e contestuale aumento dello stesso 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'art. 2441, comma 1 del Codice Civile, da sottoscrivere entro il termine ultimo del 18° mese successivo al deposito del 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'Ing. Canio Mazzaro (di seguito, l'"Investitore"), con esclusione del diritto di opzione in capo agli Azionisti ai sensi dell'art. 2441, comma 5 del Codice Civile, da sottoscrivere 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 sottoscrivere 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").

La Relazione dei Liquidatori precisa che per le proposte di Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, Aumento di Capitale Riservato al Mercato e di Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant (congiuntamente, gli "Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione") l'esclusione del diritto di opzione di pertinenza degli Azionisti Bioera è giustificata dall'interesse della Società a concludere positivamente l'iter di approvazione da parte dei Creditori della Società del piano di risanamento proposto e ad ottenere l'omologa del Concordato Preventivo. La proposta di esclusione del diritto di opzione trova fondamento essenziale nell'esigenza evidente di consentire l'ingresso nel capitale sociale di un investitore strategico disposto a dotare la Società di una dotazione economica sufficiente al fine di garantire la disponibilità delle risorse necessarie a supportare la ripresa dell'attività sociale. Inoltre l'emissione di warrant gratuiti destinati ai Creditori chirografari si propone di aumentare l'appetibilità della proposta di Concordato Preventivo presentata e si propone altresì di consentire ai Creditori stessi, ove ne ricorrano i presupposti, di partecipare al rilancio della Società acquisendo il diritto di sottoscrivere una partecipazione nel capitale sociale a termini che potranno risultare convenienti.

La Relazione dei Liquidatori precisa che le operazioni di aumento di capitale sopra descritte - considerato lo *status* di società quotata di Bioera - presuppongono un'offerta al pubblico di strumenti finanziari e ricadono quindi nell'ambito di applicazione delle disposizioni in materia di sollecitazione all'investimento di cui all'art. 94 e seguenti del TUIF e la conseguente esigenza di predisporre un prospetto informativo la cui pubblicazione dovrà essere oggetto di preventiva autorizzazione da parte di CONSOB.

A parziale integrazione di quanto precede, i Liquidatori segnalano che è interesse della Società, dei Creditori e degli Azionisti dare esecuzione nel minor tempo possibile a seguito dell'intervenuta omologa dalla proposta di Concordato Preventivo da parte del Tribunale di Reggio Emilia, all'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore , o per sé o soggetti da nominarsi. A tale riguardo, le azioni emesse a fronte della sottoscrizione del relativo prezzo

saranno inizialmente emesse in forma non quotata fermo restando che come da intese con l'Investitore la loro quotazione sarà richiesta in sede di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo sopra richiamato. I Liquidatori precisano infine che gli impegni assunti dall'Investitore sono subordinati all'avveramento di una serie di condizioni tra cui, in particolare, l'emissione entro il 28 febbraio 2011 del decreto di omologa del concordato preventivo da parte del Tribunale di Reggio Emilia e la conferma da parte di CONSOB dell'applicabilità del regime di esenzione dagli obblighi di offerta previsti dall'art. 106 del TUF ai sensi dell'art. 48, comma 1(b) del Regolamento CONSOB n. 11978/1999.

### 3. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Per la natura e la finalità del presente parere, le proposte di Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione di cui al precedente paragrafo 2, si inquadrano nel disposto normativo di cui all'art. 2441 comma 5 e pertanto nella fattispecie di aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Come indicato nella Relazione dei Liquidatori, la scelta non è stata quella di procedere alla determinazione di un prezzo puntuale di emissione, quanto piuttosto di definire il criterio cui l'organo amministrativo dovrà attenersi, con riferimento alla determinazione del prezzo di emissione, nella successiva fase di esecuzione dell'aumento di capitale, sulla base delle considerazioni descritte al successivo Paragrafo 5.

In tale contesto, il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma del Codice Civile, in ordine alle proposte di Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione, esclusivamente in relazione all'adeguatezza del criterio determinato dai Liquidatori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni.

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione sopra delineate, così come illustrato nella Relazione dei Liquidatori, il presente parere indica pertanto i metodi seguiti dal Collegio dei Liquidatori per la definizione del criterio individuato per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Liquidatori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Liquidatori stessi.

#### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società e/o dai Liquidatori i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- Relazione illustrativa dei Liquidatori del 5 ottobre 2010 predisposta ai sensi dell'art. 3 del Decreto del Ministero di Grazia e Giustizia n. 437 del 5 novembre 1998, ai sensi dell'art. 2441, comma sesto del Codice Civile ed ai sensi dell'art. 72 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 14 maggio 1999 come successivamente modificato;
- Copia del Ricorso ex art. 160 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 ex art. 160, predisposta dal professionista indipendente Dott. Liban Ahmed Mohamed Varetti (di seguito, il "Professionista");
- 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 rispettivamente 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;
- scrittura privata tra l'Ing Canio Mazzaro e Bioera del 9 agosto 2010 allegata al Concordato Preventivo (di seguito, la "Scrittura Privata");
- Accordo quadro tra l'Ing Canio Mazzaro e MPS del 10 agosto 2010 allegato al Concordato Preventivo (di seguito, l'"Accordo Quadro");
- patto parasociale stipulato in data 23 dicembre 2005 (e successive modifiche) tra CA.P.EQ. Partners II Cie S.c.A., Natexis – Cape S.A. e Bioera SpA con riferimento alla società Lacote Srl;
- altri elementi contabili, extracontabili, contrattuali nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico;

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 19 ottobre 2010, 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.

#### **5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAI LIQUIDATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

I Liquidatori hanno indicato nella propria Relazione non già la determinazione di un prezzo di emissione determinato nel suo valore assoluto, quanto piuttosto i criteri cui gli Organi Amministrativi dovranno attenersi nella successiva fase di esecuzione dell'Aumento di Capitale Complessivo.

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art 2441, quinto comma, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli amministratori *"in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre"*.

### **Determinazione del valore di Bioera ante aumento di capitale**

Come riportato nella loro Relazione, nella determinazione del valore di Bioera, i Liquidatori hanno scelto di percorrere l'applicazione della sola metodologia del "valore del patrimonio netto" mentre hanno ritenuto che non possa trovare fondamento il riferimento "all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre" dal momento che il titolo Bioera è stato sospeso dalle negoziazioni con provvedimento emesso da Borsa Italiana SpA in data 16 aprile 2010.

Con riferimento all'applicazione del metodo del "valore del patrimonio netto", nella dottrina e nella prassi interpretato come valore economico della società, i Liquidatori hanno inoltre illustrato e descritto nella Relazione i seguenti aspetti:

- la situazione attuale della Società rende difficoltosa l'applicazione di metodologie di stima comunemente utilizzate e adottate dalla prassi e dalla dottrina. In particolare, Bioera è sottoposta alla procedura di Concordato Preventivo e presenta attualmente un patrimonio netto contabile negativo;
- L'Aumento di Capitale Complessivo è subordinato all'avveramento di una serie di condizioni tra cui, in particolare, l'emissione entro il 28 febbraio 2011 del decreto di omologa del Concordato Preventivo da parte del Tribunale di Reggio Emilia;
- proprio per la finalità della stima, il valore economico di Bioera non deve essere influenzato da eventuali sinergie e benefici derivanti dall'operazione di aumento di capitale stesso. Pertanto eventuali piani o proiezioni economico-finanziarie fondate sul rilancio della Società non possono essere considerate quali informazioni alla base del processo valutativo.

Sulla base di tale premessa, i Liquidatori hanno ritenuto e riportato nella Relazione che il valore economico di Bioera alla data dell'omologa del Concordato Preventivo non possa che essere rappresentato dalla consistenza del patrimonio netto così come riportata e descritta nel ricorso ex art. 160 della Legge Fallimentare e successivamente attestata nella relazione di stima ex art. 161 terzo comma della Legge Fallimentare. Al proposito viene precisato che l'ultima situazione contabile di Bioera al 30 giugno 2010 riflette l'effettivo valore delle sue attività e passività, soprattutto per quanto riguarda il valore

delle partecipazioni della Società, valutate sulla base della relazione di attestazione ai sensi dell'art. 161 comma 3 della Legge Fallimentare. Ai fini illustrativi, si riporta di seguito la tabella contenente una rappresentazione dell'attivo e del passivo post omologa del Concordato, così come riportata nella Relazione:

Riepilogo proposta di concordato	Euro/000
<b>Attivo</b>	<b>13.484</b>
di cui partecipazione in International Bar Holding S.r.l.	2.685
di cui partecipazione in CCD S.p.A.	4.528
di cui partecipazione in KI Group S.p.A.	5.312
di cui partecipazione in Organic Oils S.p.a	283
di cui altro	677
Oneri di procedura in prededuzione*	(2.000)
<b>Passivo privilegiato</b>	<b>(10.984)</b>
di cui compensato	(6.000)
di cui da pagare in concordato	(745)
di cui da pagare dilazionato	(4.239)
<b>Passivo chirografario</b>	<b>(500)</b>
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>0</b>

\* di cui 500k Euro per spese di riammissione del titolo al listino, condizionati all'omologa

Fonte: Relazione dei Liquidatori

Alla luce della composizione dell'attivo e del passivo concordatario, i Liquidatori hanno precisato che la principale determinante del valore del patrimonio netto è rappresentata dai valori economici delle partecipazioni di Bioera. Tali valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale e *stand alone* delle partecipate stesse dal momento che la proposta concordataria è finalizzata alla ristrutturazione del gruppo e non prevede una prospettiva liquidatoria.

Con riferimento alle altre poste di patrimonio netto di Bioera, come descritto nella Relazione, i Liquidatori hanno precisato che non si ritiene possano essere valorizzabili ulteriori eventuali plusvalori.

La stima del valore economico è stata sviluppata dai Liquidatori per le società controllate rappresentate dalle società operative più rilevanti tra cui: Ki Group SpA, Organic Oils SpA, CDD SpA e dalla società partecipata indirettamente General Fruit Srl. Con riferimento a International Bar Holding Srl il valore economico è stato determinato fundamentalmente sulla base della stima di General Fruit Srl mentre non è stato attribuito alcun valore alla partecipazione Natfood Srl in quanto tale società è stata dichiarata fallita in data 31 maggio 2010. Le altre partecipazioni, trattandosi di società collegate funzionalmente al sistema distributivo di Natfood, non sono state oggetto di stima. I Liquidatori precisano infine che alla partecipazione in Jungle Juice Srl in liquidazione è stato attribuito un valore nullo in quanto la società non presenta attivo liquidabile e al 31 dicembre 2009 presenta un patrimonio netto negativo.

Come descritto nella Relazione dei Liquidatori, e peraltro anche illustrato nella proposta di Concordato Preventivo, per le partecipazioni in Ki Group SpA, Organic Oils SpA, CDD SpA e General Fruit Srl si è ritenuto adeguato adottare la metodologia basata sul metodo dei multipli. Per la partecipazione in International Bar Holding Srl si è ritenuto adeguato adottare il metodo patrimoniale semplice.

Infine, così come descritto nella Relazione, i Liquidatori non hanno ritenuto di valorizzare la partecipazione in Lacote Srl tenendo conto dell'esecuzione del patto parasociale stipulato in data 23 dicembre 2005 (e successive modifiche) tra CA.P.EQ. Partners II Cie S.c.A., Natexis – Cape S.A. e Bioera SpA (patto vigente ancorché contestato dalla Società). In virtù del medesimo patto, il Concordato Preventivo accoglie la partecipazione del 97% nella società International Bar Holding Srl.

Con riferimento alla metodologia dei multipli, i Liquidatori hanno descritto nella Relazione il processo di applicazione della metodologia nella Relazione. Al fine di una maggiore informativa precisiamo che la descrizione dell'applicazione di tale metodologia e delle motivazioni addotte dai Liquidatori in merito a tale scelta, viene altresì riportata ed illustrata nel Concordato Preventivo e nella semestrale consolidata al 30 giugno 2010, nonché nella relazione di attestazione del Professionista ai sensi dell'art 161, terzo comma, Legge Fallimentare:

- *identificazione delle società comparabili*: i Liquidatori hanno optato nella scelta del panel per le società facenti parte del settore *Food & Beverage* in cui si colloca anche quello dei prodotti organici biologici in cui opera Bioera;
- *definizione dell'intervallo temporale di riferimento*: i moltiplicatori sia di società comparabili che di transazioni simili sono stati osservati in un orizzonte temporale di circa 5 anni;
- *determinazione dei multipli ritenuti più significativi*: al fine di valutare le partecipazioni di Bioera i Liquidatori hanno fatto ricorso al moltiplicatore EV/EBITDA. Come descritto nella Relazione, il multiplo prescelto, tra i più utilizzati nella prassi, è caratterizzato dal fatto che non risente delle scelte aziendali legate alle politiche di ammortamento e di finanziamento, di elementi di carattere fiscale e di partite straordinarie;
- *determinazione del valore del multiplo*: nella Relazione viene precisato che sono state svolte analisi facendo riferimento al mercato internazionale del settore *Food & Beverage* in cui si colloca anche quello particolare dei prodotti organici e biologici;

- settore Food & Beverage nel suo complesso (su un arco temporale di 5 anni), il multiplo EV/EBITDA, sul mercato USA, si colloca su una mediana di 9,3 per quanto attiene le small cap (con un dato puntuale a fine 2009 di 8,8 e di 7,5 al primo trimestre 2010) ed alla mediana di 10,0 per quanto attiene le mid cap (con un dato puntuale a fine 2009 di 9,4 e di 10,2 al primo trimestre 2010);
- settore Food, la mediana si colloca su un multiplo di 9,1; con un dato puntuale a fine 2009 di 8,8.
- settore Food Packagers sempre sul mercato USA, per il primo trimestre 2010 il moltiplicatore si attesta tra un minimo di 5,6 ed un massimo di 11,5 (tolti i due estremi, il min. di 5 ed il max. di 26; entrambi con ragionevole probabilità non coerenti con l'insieme del panel). La mediana è rappresentata da un multiplo di 8,5.
- da un esame sommario condotto su altra azienda facente parte del settore alimentare quotata alla Borsa Valori Italiana, seppure più votata al mondo wellness avendo il proprio core business focalizzato sugli integratori (prodotti che per altro tratta in parte anche Bioera): Enervit SpA, si rileva che il suo EV/EBITDA per l'anno 2009 è risultato pari a 7,2.

Sulla base delle analisi svolte dai Liquidatori è stato determinato un multiplo EV/EBITDA pari a 7,6.

Per completezza di informativa e per fornire agli Azionisti una più completa illustrazione delle motivazioni addotte dai Liquidatori nella scelta del moltiplicatore, successivamente attestate dal Professionista ai sensi dell'art 161, terzo comma, Legge Fallimentare, sintetizziamo di seguito alcune informazioni di dettaglio, precisando che tali considerazioni sono descritte sinteticamente nella Relazione, nella relazione semestrale consolidata di Bioera al 30 giugno 2010 e più dettagliatamente nel Concordato Preventivo (oltre ad essere riprese e attestate dal Professionista nella relazione di attestazione ai sensi dell'art. 161 Legge Fallimentare):

- la scelta del moltiplicatore tiene conto dell'osservazione del mercato ma anche della situazione in cui attualmente si trovano le società per effetto della difficoltà finanziaria della controllante: difficoltà operative legate a problematiche di mantenimento delle linee affidamento; difficoltà di cogliere il vantaggio di un mercato con aspettative di crescita;
- l'utilizzo di un panel di riferimento del settore alimentare è ritenuto quello che più si avvicina alla tipologia di società da valutare che producono e commercializzano prodotti destinati principalmente all'alimentare pur nello specifico mondo "biologico";
- il ricorso ad un panel formato da aziende americane è ritenuto adeguato tenendo in considerazione dell'andamento di crescita che sta vivendo il contesto Europeo e nazionale e del fatto che i

moltiplicatori rilevati in USA (mercato maggiormente consolidato) possano essere raggiungibili nei prossimi anni anche sul mercato locale;

- i Liquidatori evidenziano che la scelta del multiplo è ritenuta accettabile e con tutta probabilità non raggiungibile qualora ciascuna singola partecipazione dovesse essere negoziata separatamente o venisse meno la proposta di Concordato Preventivo;
- i Liquidatori precisano che nella scelta è stato considerato che trattasi in prevalenza di partecipazioni di controllo, ma non totalitarie;
- i Liquidatori ritengono l'utilizzo del moltiplicatore come in grado di valorizzare l'andamento delle società nel mercato in cui operano ed evidenziano la correttezza di tale scelta in quanto confermata sul piano concreto dalla adesione da parte dell'investitore ai criteri valutativi adottati.

- *applicazione dei multipli alle società in esame:* i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono stati applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie delle società oggetto di valutazione. I Liquidatori hanno selezionato quale grandezza di riferimento per le società oggetto di analisi il valore dell'Ebitda 2009, normalizzando alcune poste per tener conto di effetti di eventi non ricorrenti. Nella Relazione viene precisato che tale grandezza, in considerazione dell'andamento storico e dei risultati della gestione dei primi mesi del 2010 può essere rappresentativa di un reddito operativo normalizzato e sostenibile nel lungo periodo. Per completezza di informazione, precisiamo che come meglio descritto nel Concordato Preventivo e successivamente nella relazione di attestazione ai sensi dell'art 161 Legge Fallimentare, l'applicazione della metodologia ha portato alla applicazione del moltiplicatore prescelto sulla grandezza di riferimento dell'Ebitda a cui è stata sottratta la posizione finanziaria netta delle partecipate risultante alla data del 31 marzo 2010.

Di seguito una tabella riepilogativa dei risultati ottenuti dai Liquidatori, così come riportata in Allegato alla Relazione. Per completezza di informativa, evidenziamo che nella tabella sono state indicate dai Liquidatori anche le quote di partecipazione delle singole società oggetto di analisi.

## VALUTAZIONE INTERNATIONAL BAR HOLDING SRL - METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

Euro

<b>Patrimonio netto contabile al 31/3/2010</b>		<b>12.761.024</b>
Minusvalori immobilizzazioni immateriali	(1.066)	
Minusvalore credito vs controllante	(6.883.410)	
30% valore General Fruit Srl	2.909.343	
Partecipazione Naffood Srl	-	
Valore iscrizione General Fruit Srl	(4.237.000)	
Valore iscrizione Naffood Srl	(1.781.000)	
<b>Totale minusvalore</b>	<b>(9.993.133)</b>	<b>(9.993.133)</b>
Equity Value società		2.767.891
% posseduta da Bioera		97%
<b>Valore partecipazione IBH posseduta da Bioera</b>		<b>2.684.854</b>

## VALUTAZIONE PARTECIPAZIONI OPERATIVE - METODO DEI MULTIPLI

Euro

	Organic Oils Spa	KI Group Spa	CDD Spa	General Fruit Spa
Ebit 31/12/2009	137.375	327.342	423.580	162.235
Ammortamenti e svalutazioni	347.239	181.108	134.948	122.375
Accantonamenti		1.467.725	1.040.000	835.442
<b>Ebitda 31/12/2009</b>	<b>484.614</b>	<b>1.976.175</b>	<b>1.598.528</b>	<b>1.120.052</b>
Moltiplicatore	7,6	7,6	7,6	7,6
<b>Enterprise Value (EV)</b>	<b>3.683.066</b>	<b>15.018.930</b>	<b>12.148.813</b>	<b>8.512.395</b>
Debiti vs banche	(2.607.223)	(7.056.707)	(3.738.634)	(1.244.282)
Altre passività finanziarie	(628.774)			
Valore attuale canoni di leasing 31/12/2009	(184.950)			
Disponibilità liquide	96.586	197.029	646.331	119.697
Titoli				240.000
Altre attività finanziarie	12.785			2.070.000
<b>Posizione finanziaria netta (PFN) al 31/03/2010</b>	<b>(3.311.576)</b>	<b>(6.859.678)</b>	<b>(3.092.303)</b>	<b>1.185.415</b>
Equity Value (EV - PFN)	371.490	8.159.252	9.056.510	9.697.810
% posseduta da Bioera	76,09%	65,10%	50%	30%
<b>Valutazione partecipazioni</b>	<b>282.667</b>	<b>5.311.673</b>	<b>4.528.255</b>	<b>2.909.343</b>

Nota: la valutazione di General Fruit Srl è stata effettuata al fine di determinare il valore della partecipazione di International Bar Holding Srl

Fonte: Relazione dei Liquidatori

Infine, la Relazione illustra che al fine di supportare le considerazioni di valore emerse con l'applicazione del metodo principale, sono state effettuate alcune analisi basate su metodologie reddituali tenendo conto dei risultati storici e dell'andamento corrente delle società partecipate oggetto di analisi.

## **6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCOSE TRATE DAI LIQUIDATORI**

Nella Relazione vengono evidenziate le seguenti difficoltà e limiti incontrati dai Liquidatori nelle valutazioni di cui al punto precedente:

- la sospensione del titolo di Bioera sul mercato non ha reso possibile l'applicazione del metodo, così come richiesto dal disposto normativo dell'art 2441 del Codice Civile, dell'analisi dell'andamento delle quotazioni di Borsa degli ultimi sei mesi;
- proprio per la situazione di crisi in cui versa Bioera e lo stato di procedura in corso, i Liquidatori ritengono difficilmente perseguibile un approccio valutativo basato su metodologie comunemente adottate dalla prassi;
- l'operazione nel suo complesso è subordinata al verificarsi di alcune condizioni tra cui nello specifico l'ottenimento dell'omologa da parte del Tribunale della Proposta di Concordato.

## **7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAI LIQUIDATORI**

I Liquidatori nella loro Relazione illustrano che, sulla base della considerazione che il valore del patrimonio di Bioera prima dell'Aumento di Capitale Complessivo (descritto nel Paragrafo 5 della presente relazione) è rappresentato da un valore sostanzialmente nullo e che le azioni oggi in circolazione saranno annullate in sede di delibera degli Azionisti, il valore della Società in seguito alle diverse fasi dell'Aumento di Capitale Complessivo sarà equivalente all'ammontare di ciascuno degli aumenti di capitale stessi.

I Liquidatori specificano che la congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni (anche a servizio dei warrant) è garantita dal fatto che il prezzo di emissione delle nuove azioni (anche a servizio dei warrant) sarà il medesimo per tutte le diverse fasi dell'Aumento di Capitale Complessivo.

Sulla base di tale considerazione nella Relazione i Liquidatori illustrano che il numero esatto di nuove azioni (anche a servizio dei warrant) da emettere sarà determinato dall'Organo Amministrativo, successivamente al verificarsi della condizione sospensiva, in misura tale da agevolare la loro circolazione e negoziabilità sul mercato.

## 8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo:

- svolto una lettura critica della Relazione Illustrativa dei Liquidatori;
- esaminato la documentazione resa disponibile con riferimento al Concordato Preventivo e nello specifico la copia del Ricorso ex art. 160 Legge Fallimentare per l'ammissione a procedura di Concordato Preventivo e la relazione del Professionista ex art 161, terzo comma, Legge Fallimentare;
- svolto discussioni con i Liquidatori al fine di comprendere la situazione della Società al momento della presentazione del Concordato Preventivo e la situazione in essere alla data della presente relazione;
- esaminato e svolto una lettura critica dei bilanci storici di Bioera e delle società controllate al fine di ottenere una comprensione della situazione economico e patrimoniale della capogruppo e delle partecipazioni. Con riferimento alle controllate, l'analisi è stata volta alla verifica della redditività operativa storica e corrente, grandezza utilizzata per le considerazioni valutative dei Liquidatori;
- analizzato, sulla base di discussioni con i Liquidatori, il lavoro svolto dagli stessi per l'individuazione delle metodologie atte alla determinazione del valore di Bioera ante Aumento di Capitale Complessivo e in generale per l'individuazione dei criteri di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni dei Liquidatori riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- verificata la coerenza dei dati utilizzati dai Liquidatori con le fonti di riferimento nell'applicazione dei metodi di valutazione adottati;
- verificato la correttezza matematica dei calcoli alla base delle valutazioni effettuate dai Liquidatori;

- svolto un'analisi di sensitività, nell'ambito delle metodologie adottate dai Liquidatori per la valutazione delle partecipate di Bioera, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- sviluppato autonomi spunti valutativi basati su metodologie reddituali applicate ai risultati storici e all'andamento corrente delle società oggetto di valutazione;
- raccolto informazioni, attraverso incontri con il *management* di Ki Group SpA e CDD SpA, in merito al business, all'andamento storico e corrente ed alle prospettive delle partecipazioni stesse;
- ricevuto formale attestazione dai Liquidatori della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente relazione, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento dell'operazione e agli altri elementi presi in considerazione.

**9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAI LIQUIDATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI**

In via preliminare, è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione sono, nell'ambito della complessa operazione sinteticamente ricordata al precedente paragrafo 2, l'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, l'Aumento di Capitale Riservato al Mercato e l'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant, che si presentano come aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile.

Come illustrato nella Relazione dei Liquidatori, l'operazione si inquadra nell'ambito della già ricordata proposta di Concordato Preventivo ai sensi dell'art. 160 della Legge Fallimentare, finalizzata al riequilibrio della situazione economico-patrimoniale della Società e alla ristrutturazione della posizione debitoria, anche attraverso l'Aumento di Capitale Complessivo descritto al precedente par. 2.

La Relazione dei Liquidatori illustra la complessiva operazione e gli Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione in esame e descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio degli Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione.

In considerazione dell'esigenza rappresentata dai Liquidatori nella loro Relazione di disporre nel più breve tempo possibile delle risorse messe a disposizione dall'Investitore, in virtù degli impegni assunti in tale senso dall'Investitore medesimo nell'ambito della Scrittura Privata, la Relazione dei Liquidatori indica che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Complessivo avverrà in tempi diversi e successivi.

In particolare, la Relazione dei Liquidatori riporta che l'esecuzione dell'Aumento di Capitale riservato all'Investitore è prevista entro 15 giorni dal deposito del decreto di omologazione del Concordato Preventivo, quella dell'Aumento di Capitale Riservato al Mercato è prevista entro 180 giorni dal deposito del decreto di omologazione del Concordato Preventivo, mentre quella dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant dipenderà dalle richieste di conversione dei warrant medesimi, che potranno pervenire in qualunque momento entro tre anni dalla data della loro assegnazione. Le seguenti considerazioni in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie adottate dai Liquidatori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dai suddetti Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione tengono anche conto dell'articolato quadro delle intese intervenute con i vari soggetti interessati dalle operazioni indicate nel precedente par. 2, della componente negoziale che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione, nonché delle considerazioni svolte dal Professionista nella propria relazione ex art. 161, terzo comma, Legge Fallimentare. Ciò sempre nell'ottica della tutela della posizione degli azionisti esclusi dal diritto d'opzione, che rappresentano i destinatari del presente parere.

Il contesto appena descritto nel quale gli Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione sono destinati ad inserirsi pone inevitabili aspetti di complessità e incertezza nell'ambito di un processo di determinazione del possibile valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, del prezzo di emissione delle nuove azioni. Occorre infatti ricordare che la situazione patrimoniale al 30 giugno 2010 di Bioera evidenziava un patrimonio netto negativo e, solo con l'omologazione del Concordato Preventivo, la Società verrebbe a beneficiare di una esdebitazione tale da ricondurre il patrimonio netto a zero. Sulla base di quanto sopra, appare preliminarmente ragionevole la considerazione dei Liquidatori circa le riscontrate difficoltà nell'applicazione di metodologie comunemente utilizzate ed adottate dalla prassi e supportate dalla dottrina.

Secondo quanto risulta dalla Relazione dei Liquidatori, il procedimento decisionale da questi ultimi posto in essere è stato preordinato, nella fattispecie, alla definizione del "valore del patrimonio netto" di Bioera, come previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, correttamente inteso, in linea con quanto evidenziato in dottrina e nella prassi diffusa, in termini non di patrimonio netto contabile, bensì di valore del capitale economico della Società.

A tale fine, i Liquidatori hanno ritenuto opportuno fare riferimento alla consistenza patrimoniale di Bioera come descritta e rappresentata nel ricorso ex art. 161, primo comma, della Legge Fallimentare del 10 agosto 2010 e attestata ai sensi dell'art. 161, terzo comma, Legge Fallimentare dal Professionista. D'altra parte, in considerazione dello stretto collegamento e interdipendenza tra le varie fasi del Concordato Preventivo, da un lato, e degli Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto di Opzione, dall'altro lato, un'ipotetica scelta da parte dei Liquidatori di adottare criteri non omogenei nelle diverse fasi di cui sopra, con il possibile conseguimento di risultati di stima diversi tra loro, sarebbe risultata difficilmente giustificabile. In considerazione della situazione sopra richiamata, la scelta dei Liquidatori di adottare criteri coerenti con quelli già utilizzati nell'ambito del Concordato Preventivo può ritenersi ragionevole e non arbitraria.

Con riferimento alla metodologia per la determinazione della consistenza patrimoniale di Bioera, i Liquidatori hanno rilevato che la componente determinante del patrimonio netto della Società è rappresentata dai valori economici delle partecipazioni da quest'ultima detenute. In considerazione del fatto che la proposta concordataria non prevede una prospettiva liquidatoria, quanto piuttosto una ristrutturazione del Gruppo finalizzata al suo ritorno in bonis, tali partecipazioni sono state analizzate in ipotesi di continuità e stand alone. Come descritto nella Relazione dei Liquidatori e richiamato nel precedente paragrafo 5, la scelta dei Liquidatori è caduta 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, è stato prescelto un metodo patrimoniale, che ha comportato la valutazione della società General Fruit Srl, controllata dalla stessa Bar Holding SpA, con la stessa metodologia dei multipli di mercato. Le rimanenti partecipazioni di Bar Holding SpA non sono state oggetto di stima, trattandosi di società fallite o in liquidazione con patrimonio netto negativo. La scelta dei Liquidatori di utilizzare detta metodologia è da ritenersi ragionevole e non arbitraria, sia in quanto trattasi di metodologia comunemente utilizzata nella prassi valutativa, in particolare con riferimento alle holding di partecipazioni, sia in considerazione della specifica situazione della Società, che rende sostanzialmente non utilizzabili altre metodologie di frequente utilizzo nella prassi.

In particolare, i Liquidatori sottolineano di non aver potuto utilizzare il metodo di borsa, normalmente ritenuto imprescindibile per la valutazione di società quotate ed espressamente indicato anche dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile. Tale scelta è motivata con la sospensione delle negoziazioni del titolo Bioera sin a partire dal 16 aprile 2010 e risulta pertanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria.

Sotto un diverso profilo, i Liquidatori hanno altresì escluso nel caso di specie anche il ricorso a metodologie finanziarie (*Discounted Cash Flow*), in quanto la Società non dispone allo stato di piani economico-finanziari aggiornati e approvati. Come comunicatoci dai Liquidatori, infatti, ad oggi esiste esclusivamente un piano di rilancio e sviluppo della Società predisposto dall'Investitore che, tuttavia, in quanto influenzato dalle possibili sinergie e benefici derivanti dall'operazione, i Liquidatori stessi hanno ritenuto, in linea con la dottrina e la prassi, non potesse essere utilizzato come base di un processo valutativo.

Con riferimento all'applicazione della metodologia dei multipli di mercato prescelta dai Liquidatori ed applicata ai fini della valutazione delle società partecipate da Bioera, la Relazione dei Liquidatori evidenzia l'iter seguito dagli stessi per addivenire alla determinazione del *panel* delle società confrontabili ai fini della rilevazione del coefficiente, nonché i risultati delle relative analisi. Le scelte metodologiche effettuate dai Liquidatori in relazione a tale fase di costruzione ed applicazione del metodo valutativo prescelto appaiono ragionevoli ed in linea con i principi espressi dalla migliore dottrina. D'altro canto, i Liquidatori non hanno viceversa fornito elementi e specifiche motivazioni idonee a supportare la scelta del multiplo pari a 7,6. Le analisi da noi sviluppate e le sensibilità svolte, anche tenendo conto degli elementi e delle considerazioni qualitative effettuati dai Liquidatori, confermano peraltro, nelle circostanze e per le finalità di cui al presente parere sul prezzo di emissione degli Aumenti di Capitale con Esclusione del Diritto d'Opzione, la ragionevolezza del risultato della valutazione operata dai Liquidatori sul valore economico del patrimonio netto della Società.

Sempre con riferimento all'applicazione della metodologia dei multipli di mercato prescelta dai Liquidatori, nella Relazione dei Liquidatori non emergono specifiche considerazioni con riferimento alle valutazioni di alcune partecipazioni, invero di scarsa significatività, detenute dalle controllate di Bioera Ki Group SpA, CDD SpA e General Fruit Srl. Anche sotto tale profilo, peraltro, le analisi da noi sviluppate e le sensibilità svolte, confermano la sostanziale ragionevolezza dei risultati raggiunti dai Liquidatori.

La miglior prassi e tecnica professionale prevedono l'utilizzo da parte dell'organo amministrativo di metodologie di controllo. Nel caso di specie, i Liquidatori rilevano 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. Secondo quanto riportato nella Relazione dei Liquidatori, tali analisi reddituali, in considerazione della sopra ricordata indisponibilità di piani economico-finanziari prospettici rilevata dai Liquidatori, si sono basate sui risultati storici e sull'andamento corrente delle società partecipate. I Liquidatori, tuttavia, non forniscono evidenza nella loro Relazione né delle modalità di applicazione di dette metodologie reddituali, né dei relativi risultati emersi. Al riguardo,

abbiamo elaborato in via autonoma spunti valutativi tratti dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione e basati su metodologie reddituali applicate ai risultati storici e all'andamento corrente delle società oggetto di valutazione. Tali spunti valutativi confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dai Liquidatori attraverso l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, considerate le finalità precipue della presente relazione. Ciò fermi restando, nelle circostanze, i limiti evidenziati nella Relazione dei Liquidatori circa l'inapplicabilità, nella fattispecie in esame, di metodi di valutazione basati sui corsi di borsa e sull'attualizzazione di flussi reddituali attesi in base ai piani prospettici.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

**10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO**

- i)* In merito alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si segnala quanto segue.
- Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni i Liquidatori hanno applicato 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 espressamente 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.
  - Come segnalato al precedente par. 3, oggetto della presente relazione sono esclusivamente le nostre considerazioni, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Bioera adottati dai Liquidatori. Esula pertanto dall'oggetto della presente relazione qualsivoglia considerazione in ordine alla proposta di Concordato Preventivo e alla sua fattibilità, che sono state oggetto della relazione del Professionista ex art. 161, terzo comma, Legge Fallimentare.

- I Liquidatori precisano che gli impegni assunti dall'Investitore nell'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore sono subordinati all'avveramento di una serie di condizioni tra cui, in particolare, l'emissione entro il 28 febbraio 2011 del decreto di omologa del Concordato Preventivo da parte del Tribunale di Reggio Emilia e la conferma da parte di CONSOB dell'applicabilità del regime di esenzione dagli obblighi di offerta previsti dall'art. 106 del TUF ai sensi dell'art. 48, comma 1(b) del Regolamento CONSOB n. 11978/1999.
- Come anticipato, l'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, per l'ammontare complessivo di € 9.000.000,00, è destinato ad essere liberato per € 3.000.000,00 mediante versamento in contanti e per € 6.000.000,00 mediante compensazione del debito da sottoscrizione con il credito privilegiato per pari importo che l'Investitore acquisterà da MPS, attuale creditore privilegiato della Società. Esula dall'oggetto della presente relazione ogni considerazione in ordine alla scelta del Collegio dei Liquidatori di avvalersi, nelle circostanze, dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, anziché della disciplina di cui al quarto comma, primo periodo, della medesima norma, applicabili ai conferimenti di crediti.
- Come evidenziato nel paragrafo 1 della presente relazione, l'incarico di revisione legale relativamente a Bioera SpA è stato conferito alla nostra Società soltanto in data 16 ottobre 2010, a seguito della delibera dell'assemblea dei soci che ha provveduto a revocare l'incarico al precedente revisore. Come anticipato, peraltro, per la finalità del presente lavoro abbiamo preso visione dei documenti elencati al paragrafo 4 della presente relazione, che ci sono stati messi a disposizione dalla Società, ed abbiamo iniziato a svolgere le nostre analisi a partire dalla data del 5 ottobre 2010. La ristrettezza dei tempi concretamente a nostra disposizione per lo svolgimento del parere, inferiori a quelli fissati dall'art. 158 TUIF, non ci hanno consentito di esaminare le carte di lavoro del revisore uscente.
- Si sottolinea che il precedente revisore ha espresso *adverse opinions* sia sui bilanci civilistico e consolidato di Bioera SpA al 31 dicembre 2009, sia sulla relazione semestrale consolidata del Gruppo Bioera al 30 giugno 2010. In particolare, le principali problematiche rilevate dal precedente revisore in merito ai bilanci civilistico e consolidato di Bioera SpA al 31 dicembre 2009 sono sostanzialmente riconducibili alla valutazione delle partecipate ed all'incertezza in merito al presupposto della continuità aziendale, oltre alla limitazione derivante dalla mancata attestazione, prevista dall'articolo 154-*bis* del Testo Unico della Finanza, da parte del Dirigente Preposto alla redazione dei documenti contabili, in quanto dimissionario. I rilievi evidenziati dal precedente revisore per quanto riguarda la Relazione Semestrale consolidata al 30 giugno 2010 sono sostanzialmente connesse alla mancanza di informativa relativamente al

presupposto della continuità aziendale.

ii) Si richiama l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- Nella loro Relazione i Liquidatori sottolineano che l'Aumento di Capitale Complessivo deve intendersi condizionato, quanto alla sua efficacia, all'esecutività del provvedimento di omologazione della proposta di Concordato Preventivo entro e non oltre il 28 febbraio 2011.  
In effetti, come rilevato dagli stessi Liquidatori, le proposte di Aumento di Capitale Complessivo sottoposte alla prossima assemblea del 4 novembre 2010 devono intendersi strumentali e propedeutiche all'implementazione del piano di risanamento esposto nella proposta di Concordato Preventivo e, in quanto tali, devono intendersi logicamente condizionate al buon esito di tale proposta. In particolare, con l'emissione del decreto esecutivo di omologazione del Concordato Preventivo la Società verrebbe a beneficiare di una esdebitazione tale da consentire la copertura integrale delle perdite. Le considerazioni svolte nella presente relazione presuppongono pertanto l'approvazione della proposta di Concordato Preventivo da parte dell'adunanza dei creditori prevista per l'8 novembre 2010 e la successiva omologazione del Concordato Preventivo medesimo da parte del Tribunale di Reggio Emilia entro il 28 febbraio 2011.
- Come anticipato, sulla base dell'applicazione della metodologia prescelta dai Liquidatori e come riportato nella Relazione dei Liquidatori medesimi, emerge che il valore del patrimonio di Bioera prima dell'Aumento di Capitale Complessivo è rappresentato da un valore sostanzialmente nullo, cosicché il valore della Società in seguito all'Aumento di Capitale Complessivo sarà equivalente all'ammontare di ciascuno degli aumenti di capitale stessi. Il prezzo di emissione delle nuove azioni sarà il medesimo per tutti gli aumenti di capitale che compongono l'Aumento di Capitale Complessivo.  
Peraltro, si segnala come la Relazione dei Liquidatori indichi momenti diversi per l'esecuzione delle varie fasi dell'Aumento di Capitale Complessivo. In particolare, l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore è prevista entro 15 giorni dal deposito del decreto di omologazione del Concordato Preventivo, mentre quella dell'Aumento di Capitale in Opzione e dell'Aumento di Capitale Riservato al Mercato è prevista entro 180 giorni dal deposito del decreto di omologazione del Concordato Preventivo. Da ultimo, quella dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant dipenderà dalle richieste di conversione dei warrant medesimi, che potranno pervenire in qualunque momento entro tre anni dalla data della loro assegnazione.  
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.

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 sensibilità 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.

## 11. CONCLUSIONI

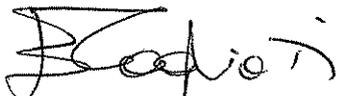
Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, ed in particolare tenuto conto

di quanto indicato ai punti 10(ii) e 10(iii), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Liquidatori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove

azioni di Bioera SpA in Liquidazione e Concordato Preventivo nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato all'Investitore, dell'Aumento di Capitale Riservato al Mercato e dell'Aumento di Capitale al Servizio dei Warrant.

Milano, 19 ottobre 2010

PricewaterhouseCoopers SpA



Elena Cogliati  
(Revisore Contabile)