



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL  
PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI CASSA DI  
RISPARMIO DI BRA SPA IN BPER BANCA SPA AI SENSI  
DELL'ARTICOLO 2501-*SEXIES* DEL CODICE CIVILE**

---



## RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI CASSA DI RISPARMIO DI BRA SPA IN BPER BANCA SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli azionisti di  
BPER Banca S.p.A.

Agli azionisti di  
Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.

### 1. *Motivo, oggetto e natura dell'incarico*

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da BPER Banca S.p.A. (di seguito, "BPER" o l'"Incorporante") e Cassa di Risparmio di Bra S.p.A. (di seguito, "CRB" o l'"Incorporanda" e, congiuntamente a BPER, le "Società"), in data 31 marzo 2020 siamo stati nominati dal Presidente del Tribunale di Bologna quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'articolo 2501-sexies, comma terzo e quarto, del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione di CRB in BPER (di seguito, l'"Operazione" o la "Fusione").

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di BPER (di seguito, gli "Amministratori di BPER") e dal Consiglio di Amministrazione di CRB (di seguito, gli "Amministratori di CRB" e, congiuntamente agli Amministratori BPER, gli "Amministratori" o i "Consigli di Amministrazione"), tra l'altro, la seguente principale documentazione:

- il progetto di fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di BPER e CRB in data, rispettivamente, 27 marzo 2020 e 26 marzo 2020, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile (di seguito, il "Progetto di Fusione"). Nell'ambito del Progetto di Fusione è stato definito il rapporto di cambio come pari a n° 1 azione ordinaria dell'Incorporante per n° 14 azioni ordinarie dell'Incorporanda (il "Rapporto di Cambio");
- le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di BPER e dagli Amministratori di CRB ex articolo 2501-quinquies del Codice Civile (e articolo 70 Regolamento 11971/1999 per BPER) approvate in via definitiva, rispettivamente, in data 28 maggio 2020 e 27 maggio 2020, che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico il Progetto di Fusione e, in particolare, il Rapporto di Cambio, nonché i criteri di determinazione dello stesso (di seguito, rispettivamente, la "Relazione BPER", la "Relazione CRB" e, congiuntamente, le "Relazioni degli Amministratori" o le "Relazioni");
- le situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile ("Situazioni Patrimoniali") e in particolare:
  - per l'Incorporante, bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 22 aprile 2020, corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo 39/2010;

### **PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bergamo** 24121 Largo Belotti 5 Tel. 035229691 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 0854545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Varese** 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0322285039 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444393311

- per l'Incorporanda, bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2019, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 20 aprile 2020, corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo 39/2010.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee straordinarie degli azionisti di BPER e CRB, entrambe convocate in data 6 luglio 2020, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

## **2. Sintesi dell'operazione**

BPER Banca S.p.A. è una società per azioni di diritto italiano, quotata sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., con sede legale in Modena, via San Carlo, 8/20, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro Imprese di Modena n° 01153230360, partita IVA unica di Gruppo n° 03830780361, codice ABI 5387.6, iscritta all'Albo delle Banche al n° 4932, capitale sociale di Euro 1.561.883.844, interamente versato, ed agisce in qualità di capogruppo dell'omonimo Gruppo bancario ("Gruppo BPER").

Cassa di Risparmio di Bra S.p.A. ha sede legale in Bra (CN), via Principi di Piemonte, 12, capitale sociale di Euro 57.330.000, interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Cuneo n° 00200060044, partita IVA unica di Gruppo 03830780361, codice ABI 6095.4, iscritta all'Albo delle Banche al n° 5087. CRB è soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di BPER Banca S.p.A. e risulta appartenente al Gruppo BPER.

BPER detiene una partecipazione nel capitale di CRB pari all'84,286%; la restante parte del capitale sociale di CRB è detenuta dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo.

La Fusione si inserisce nel più ampio disegno di razionalizzazione del Gruppo BPER illustrato all'interno del piano industriale di gruppo 2019 – 2021 denominato "*BEST Way*" (il "Piano Industriale 2019-2021"), che è stato approvato dagli Amministratori di BPER in data 27 febbraio 2020 e presentato alla comunità finanziaria in data 28 febbraio 2019 e che prevede, tra le altre, azioni di semplificazione del gruppo tramite la riduzione del numero di entità appartenenti allo stesso. In particolare, gli obiettivi che gli Amministratori intendono perseguire attraverso la Fusione sono i seguenti:

- il rafforzamento della presenza del Gruppo BPER a supporto dello sviluppo economico della Regione Piemonte;
- il miglioramento dell'efficienza operativa e la valorizzazione delle risorse dell'Incorporanda;
- il rafforzamento dei presidi centralizzati dell'Incorporante, specie in ambito crediti e middle office;
- sinergie di costo e di ricavo.

Come emerge dal Progetto di Fusione e dalle Relazioni degli Amministratori, è altresì prevista la fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Saluzzo SpA ("CR Saluzzo") in BPER. La fusione di CR Saluzzo in BPER avrà luogo in forma semplificata, ai sensi dell'articolo 2505 del Codice Civile, in quanto BPER detiene una partecipazione al capitale sociale della stessa pari al 100%; non trovano pertanto applicazione le disposizioni dell'articolo 2501-ter, comma 1, numeri 3), 4) e 5) del Codice Civile, in quanto non si determina un rapporto di cambio ma un mero annullamento delle azioni della CR Saluzzo interamente detenute dall'Incorporante senza dar luogo ad aumento di capitale.

Inoltre, fatto salvo quanto specificato in merito alla contestualità e rappresentazione unitaria dell'operazione, non trovano applicazione, nell'ambito della fusione di CR Saluzzo in BPER, gli adempimenti di cui agli articoli 2501-*quinquies* del Codice Civile (relazione dell'Organo amministrativo) e 2501-*sexies* del Codice Civile (relazione dell'esperto). L'Incorporante, in qualità di socio unico di CR Saluzzo, ha comunicato la rinuncia al termine ai sensi dell'articolo 2501-*septies*, comma 1, del Codice Civile.

Gli Amministratori segnalano che l'Operazione è stata sottoposta all'autorizzazione da parte dell'Autorità di Vigilanza competente ai sensi e per gli effetti degli articoli 4 e 9 del Regolamento (UE) n° 1024/2013 e degli articoli 57 e 61 del DLgs 385/1993 (TUB).

La Fusione comporterà l'annullamento delle azioni di CRB e l'assegnazione in concambio agli azionisti diversi dall'Incorporante di azioni ordinarie BPER di nuova emissione, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione.

Le Relazioni chiariscono che nel caso di specie non trovano applicazione le disposizioni di cui all'articolo 2501-*bis* del Codice Civile ("*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*"), non ricorrendone i presupposti, e che l'Operazione non comporta l'attribuzione del diritto di recesso, non rientrando in nessuna delle fattispecie previste dalla normativa e/o dallo statuto, né configura fattispecie di concentrazione soggetta all'obbligo di comunicazione preventiva ai sensi della legge 287/1990 trattandosi di fusione infragruppo.

Secondo quanto riferito dagli Amministratori, nella fattispecie trovano applicazione le regole procedurali in tema di soggetti collegati e parti correlate, stante il rapporto di correlazione esistente tra le Società: CRB e CR Saluzzo sono soggette al controllo di diritto di BPER, ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n° 1, del Codice Civile e dell'articolo 93 del DLgs 58/1998. La Fusione è classificata, a tali fini, come "*di minore rilevanza*", in quanto gli indici di rilevanza di cui al Regolamento Consob n° 17221/2010 e alla normativa interna di BPER contenuta nella "*Policy di Gruppo per il governo del rischio di non conformità in materia di conflitti di interesse nei confronti di parti correlate e di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati*" non superano la soglia del 5%.

La Relazione BPER segnala inoltre che, in data 25 luglio 2019, BPER ha emesso un Prestito Obbligazionario Convertibile "*Additional Tier 1*" ("POC AT1") di importo nominale pari ad Euro 150.000.000, interamente sottoscritto da Fondazione di Sardegna. L'aumento di capitale al servizio della conversione del POC AT1 prevede l'emissione di massime n° 35.714.286 nuove azioni ordinarie, al prezzo unitario di Euro 4,2. Sempre secondo quanto riferito dagli Amministratori di BPER, la Fondazione di Sardegna, titolare esclusiva di tutte le obbligazioni convertibili emesse in relazione al POC AT1, nel prendere atto della Fusione e dei principali termini della stessa, mediante comunicazione in forma individuale che tiene luogo degli adempimenti ex articolo 2503, comma 2, del Codice Civile, ha rinunciato irrevocabilmente al diritto legale di conversione e ai relativi termini ivi previsti, restando salvo e impregiudicato ogni diritto derivante a favore della medesima Fondazione dal regolamento del POC AT1.

### **3. Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire agli azionisti di BPER e di CRB idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori di BPER e di CRB per la sua determinazione, nonché le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene, inoltre, la nostra valutazione sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di BPER e di CRB secondo quanto descritto nei successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella Fusione. Tale valutazione è stata svolta dagli Amministratori di BPER e di CRB, con l'assistenza e il supporto dei Consulenti da esse incaricati, e deve, pertanto, essere unicamente considerata in termini relativi e con riferimento all'Operazione.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

#### **4. Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da BPER e da CRB i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e, in particolare:

- il Progetto di Fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di BPER e CRB in data, rispettivamente, 27 marzo 2020 e 26 marzo 2020 e le Relazioni degli Amministratori approvate in via definitiva nei Consigli di Amministrazione, rispettivamente, del 28 maggio 2020 e 27 maggio 2020;
- la relazione dal titolo "*Parere tecnico professionale inerente al range del rapporto di cambio e delle relative azioni BPER da emettere a servizio della fusione per incorporazione in BPER Banca S.p.A. di Cassa di Risparmio di Bra S.p.A.*" datata 27 marzo 2020 (di seguito, la "Relazione KPMG") predisposta da KPMG Advisory S.p.A. (di seguito, "KPMG") su incarico di BPER;
- la relazione dal titolo "*Stima dei rapporti di cambio azionario a supporto dell'operazione di fusione per incorporazione di CR Bra S.p.A. in BPER Banca S.p.A.*", datata 26 marzo 2020 (di seguito, la "Relazione Arché") predisposta da Arché S.r.l. (di seguito, "Arché" e, insieme a KPMG, i "Consulenti") su incarico di CRB;
- la seguente documentazione, utilizzata dagli Amministratori di BPER e di CRB per la redazione delle rispettive Relazioni, nonché dai Consulenti e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - i. schemi di conto economico e stato patrimoniale consolidato di BPER al 31 dicembre 2019;
  - ii. situazione del CET1, esposizioni RWA e coefficienti di vigilanza, *phased in e fully loaded*, al 30 settembre 2019 ed al 31 dicembre 2019 per il Gruppo BPER;
  - iii. schemi di conto economico e stato patrimoniale di CRB al 31 dicembre 2019;
  - iv. situazione del CET1, esposizioni RWA e coefficienti di vigilanza, *phased in e fully loaded*, al 30 settembre 2019 ed al 31 dicembre 2019 per CRB;
  - v. resoconto intermedio di gestione consolidato di BPER al 30 settembre 2019, composto dalla relazione intermedia sulla gestione del gruppo e dai prospetti contabili consolidati, approvato dal Consiglio d'Amministrazione in data 7 novembre 2019;
  - vi. bilancio d'esercizio e consolidato di BPER al 31 dicembre 2018, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. (di seguito, "Deloitte"), che ha emesso le relazioni sul bilancio d'esercizio e consolidato di BPER in data 26 marzo 2019;

- vii. bilancio d'esercizio di CRB al 31 dicembre 2018, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte, che ha emesso la relazione sul bilancio di CRB in data 21 marzo 2019;
  - viii. bilancio d'esercizio e consolidato di BPER al 31 dicembre 2017, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte, che ha emesso le relazioni sul bilancio d'esercizio e consolidato di BPER in data 23 marzo 2018;
  - ix. bilancio d'esercizio di CRB al 31 dicembre 2017, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte, che ha emesso la relazione sul bilancio di CRB in data 19 marzo 2018;
  - x. informazioni inerenti il capitale sociale di BPER (numero e tipologia di azioni costituenti il capitale) aggiornato alla data della presente relazione;
  - xi. informazioni inerenti il capitale sociale e l'azionariato di CRB (numero, tipologia e titolare delle azioni ordinarie costituenti il capitale) aggiornato alla data della presente relazione;
  - xii. requisiti patrimoniali ed esito del processo annuale *Supervisory Review and Evaluation Process – SREP* per il 2019 di BPER, comunicati dalla Banca Centrale Europea ("BCE") in data 26 novembre 2019;
  - xiii. proiezioni economiche e patrimoniali degli esercizi 2020-2024 del Gruppo BPER e di CRB (le "Proiezioni 2020-2024"), comprensive dell'evoluzione delle attività ponderate per il rischio; dette proiezioni, predisposte mediante aggiornamento dei dati prospettici contenuti nel Piano Industriale 2019-2021 e prolungamento dell'arco temporale di previsione fino all'esercizio 2024, sono state approvate dai Consigli di Amministrazione di BPER e CRB rispettivamente in data 9 e 13 gennaio 2020;
  - xiv. report di analisti riferiti a BPER e ad altri operatori bancari italiani ritenuti comparabili e studi di settore relativi agli impatti della crisi sanitaria COVID-19 sull'economia italiana e, in particolare, sul settore bancario.
- La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata, nei limiti e per le finalità del nostro incarico:
    - i. bilancio d'esercizio e consolidato di BPER al 31 dicembre 2019, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte, che ha emesso le relazioni sul bilancio d'esercizio e consolidato di BPER in data 27 marzo 2020;
    - ii. verbale di Assemblea ordinaria e straordinaria degli azionisti di BPER di approvazione del bilancio d'esercizio e consolidato BPER al 31 dicembre 2019, datato 22 aprile 2020;
    - iii. bilancio d'esercizio di CRB al 31 dicembre 2019, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte, che ha emesso la relazione sul bilancio di CRB in data 20 marzo 2020;
    - iv. verbale di Assemblea ordinaria degli azionisti di CRB di approvazione del bilancio d'esercizio CRB al 31 dicembre 2019, datato 20 aprile 2020;
    - v. documento denominato "*Andamento della gestione e approvazione schemi per Reporting Package*", contenente la situazione contabile trimestrale di CRB al 31 marzo 2020, approvata dal Consiglio d'Amministrazione in data 5 maggio 2020;
    - vi. resoconto intermedio di gestione consolidato di BPER al 31 marzo 2020, composto dalla relazione intermedia sulla gestione del gruppo e dai prospetti contabili consolidati, approvato dal Consiglio d'Amministrazione in data 6 maggio 2020;
    - vii. presentazione descrittiva delle principali assunzioni alla base dell'elaborazione delle Proiezioni 2020-2024 delle Società;
    - viii. fogli di lavoro predisposti da Arché a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio;

- ix. statuti vigenti di BPER e di CRB;
- x. testo dello statuto della società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Fusione, che verrà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea straordinaria delle due Società;
- xi. istanza autorizzativa presentata alla BCE in data 30 marzo 2020 avente ad oggetto la realizzazione della Fusione e relazione illustrativa dell'operazione allegata;
- xii. estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di BPER del 27 marzo 2020 di approvazione del Progetto di Fusione;
- xiii. estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di CRB del 26 marzo 2020 di approvazione del Progetto di Fusione;
- xiv. comunicato stampa di BPER datato 1° aprile 2020 dal titolo: "*Raccomandazione della Banca Centrale Europea relativa alla politica dei dividendi e determinazioni conseguenti*";
- xv. lettera, datata 22 aprile 2020, da parte della Fondazione di Sardegna, avente ad oggetto "*Prospettata fusione per incorporazione Casse Piemontesi in BPER Banca S.p.A.*";
- xvi. provvedimenti autorizzativi da parte della BCE, datati 28 maggio 2020 e ricevuti in data 29 maggio 2020: (i) *Decision on the merger by absorption of Cassa di Risparmio di Bra S.p.A. and Cassa di Risparmio di Saluzzo S.p.A. into BPER Banca S.p.A.*, (ii) *Decision on amendments to the statutes of the Supervised Entity* e (iii) *Decision regarding the classification of capital instruments as Common Equity Tier 1 instruments*;
- xvii. elementi contabili, extracontabili e statistici, nonché ulteriori documenti e informazioni ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo, infine, ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dai rappresentanti legali delle Società in data 4 giugno 2020, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

## **5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio**

### **5.1 Metodi di valutazione: considerazioni metodologiche generali**

Gli Amministratori delle Società hanno provveduto a determinare il valore economico di BPER e il valore economico di CRB al fine di determinare il Rapporto di Cambio tra le due Società. A tal fine si sono avvalsi dell'assistenza e del supporto, rispettivamente, dei Consulenti KPMG e Arché, in qualità di *advisor* finanziari.

Ai fini dell'operazione in oggetto, i valori economici di BPER e CRB sono stati determinati in un'ottica *stand alone*, ossia a prescindere dagli eventuali effetti che potrebbero derivare dalla prospettata aggregazione.

Secondo quanto riportato nelle Relazioni, i valori economici sono stati stimati sulla base di un principio, consolidato nella prassi valutativa, di omogeneità relativa dei criteri di valutazione, tenuto conto delle caratteristiche distintive delle singole entità oggetto di valutazione.

In particolare, in considerazione delle caratteristiche delle Società, gli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, ai fini della determinazione del valore economico di tali entità hanno ritenuto di adottare le seguenti metodologie valutative:

- metodo del *Dividend Discount Model* nella variante “*Excess Capital*” (di seguito, anche, “DDM”);
- metodo dei Multipli di Borsa (o *Comparable Pricing Analysis*).

Gli Amministratori riferiscono che i valori economici risultanti dall’applicazione dei differenti metodi di valutazione assumono, pertanto, significato nel loro profilo relativo e devono intendersi esclusivamente finalizzati alla formulazione di rapporti di cambio.

Alla luce delle considerazioni precedentemente illustrate e tenuto conto, tra gli altri aspetti, sia delle caratteristiche di BPER e di CRB, sia della prassi valutativa relativa a operazioni similari realizzate in Italia e all’estero, di seguito si descrivono gli approcci valutativi riportati nelle rispettive Relazioni che gli Amministratori delle Società hanno adottato al fine di determinare il Rapporto di Cambio, con il supporto dei Consulenti.

#### **5.1.1 Il metodo del DDM**

Gli Amministratori segnalano che il DDM rappresenta una variante del metodo dei flussi di cassa. In particolare, tale metodo, nella variante dell’“*Excess Capital*”, è ampiamente utilizzato dalla più consolidata prassi valutativa e supportato dalla migliore dottrina in materia di valutazione d’azienda, con particolare riferimento a realtà operanti nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza.

Gli Amministratori riferiscono che la scelta del *Dividend Discount Model* è motivata dal fatto che esso permette di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche.

Secondo quanto rilevato nelle Relazioni, le ipotesi alla base delle proiezioni economico-finanziarie assumono un’importanza rilevante nello sviluppo del *Dividend Discount Model*; di conseguenza, le valutazioni svolte con tale metodo sono condizionate dal verificarsi delle assunzioni e dal raggiungimento degli obiettivi sui quali si fondano le proiezioni economico-finanziarie, aleatori per natura.

Sulla base di tale metodo, il valore economico di una banca è pari alla somma di:

- valore attuale dei flussi di cassa (i.e. dividendi) futuri generati nell’orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti sulla base di un *business plan* pluriennale, mantenendo un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a consentire lo sviluppo futuro;
- valore attuale del valore terminale, calcolato considerando il flusso di cassa (i.e. dividendo) dell’ultimo anno di previsione esplicita, il costo dei mezzi propri e il tasso di crescita perpetuo.



Come riportato nelle Relazioni, la metodologia del DDM stima pertanto il valore del capitale economico di una banca mediante la seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

- “**W**”: rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;
- “**DIVa**”: rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- “**VTa**”: rappresenta il valore attuale del valore terminale della banca.

L’applicazione del DDM si articola nelle seguenti fasi:

- identificazione dei flussi economici futuri e dell’arco temporale di riferimento;
- determinazione del tasso di crescita perpetua e del tasso di attualizzazione ( $Ke$ ): il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”);
- calcolo del valore terminale, che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa teoricamente distribuibili agli azionisti nel lungo termine, oltre il periodo di previsione esplicita.

Il tasso di attualizzazione ( $Ke$ ) è ottenuto attraverso l’applicazione della seguente formula:

$$Ke = Risk\ Free\ Rate + \beta * Risk\ Premium + ARP$$

dove:

- *Risk Free Rate*: identifica il rendimento fornito dagli investimenti privi di rischio con scadenza nel medio - lungo periodo, assunto come equivalente al rendimento dei titoli di Stato con scadenze similari;
- *Risk Premium*: è il premio richiesto sugli investimenti azionari, in termini di differenziale di rendimento rispetto agli investimenti privi di rischio (titoli di Stato a medio - lungo termine);
- *Beta* ( $\beta$ ): vale a dire il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento; questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato;
- *Additional Risk Premium (ARP)*: eventuale premio per il rischio addizionale legato all’incertezza relativa agli effetti sull’economia derivanti da situazioni di emergenza.

### **5.1.2 Metodo dei Multipli di Borsa (o *Comparable Pricing Analysis*)**

Gli Amministratori riferiscono, inoltre, che il metodo dei Multipli di Borsa si fonda sull’analisi delle quotazioni borsistiche riferite alle società comparabili e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori della azienda oggetto di valutazione. I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di borsa delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

In sintesi, come riportato nelle Relazioni, le fasi in cui si articola l'applicazione del suddetto metodo sono le seguenti:

*a. Identificazione delle società comparabili*

L'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia; la significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

*b. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento*

La determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.

*c. Identificazione dei multipli ritenuti più significativi*

Sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nella prassi di settore, i multipli più utilizzati sono il rapporto prezzo/utile netto (di seguito, "P/E"), nonché il rapporto prezzo/valore netto contabile (di seguito, "P/BV") o prezzo/patrimonio netto tangibile (di seguito, "P/TBV") di aziende bancarie con caratteristiche similari.

*d. Applicazione dei multipli alle aziende in esame*

I multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle pertinenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della azienda oggetto di valutazione.

## **5.2 I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di BPER e di CRB**

Di seguito si riportano i dettagli relativi all'applicazione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori delle Società, con il supporto dei rispettivi Consulenti, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini di possibile intervallo di Rapporto di Cambio, per come rivenienti dalle rispettive Relazioni.

### **5.2.1 Il valore economico di BPER e CRB determinato dagli Amministratori di BPER con il supporto di KPMG**

Come descritto in precedenza, ai fini della determinazione del valore economico di BPER e CRB, gli Amministratori di BPER, supportati da KPMG, hanno adottato le seguenti metodologie valutative:

- metodo del *Dividend Discount Model* nella variante "*Excess Capital*";
- metodo dei Multipli di Borsa (o *Comparable Pricing Analysis*).

Nell'applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori di BPER, con l'ausilio di KPMG, al fine di valutare l'impatto sugli intervalli del Rapporto di Cambio delle attuali condizioni di mercato, che registrano un'elevata volatilità legata alle incertezze sulla durata e sui possibili effetti dell'emergenza COVID-19 sull'economia nazionale e internazionale, hanno predisposto tre differenti scenari di valutazione (Scenario Base "Normalizzato", Scenario Base "Last" e Scenario Stress "COVID-19") che prendono a riferimento diversi parametri valutativi e/o dati prospettici modificati rispetto a quelli approvati dai Consigli di Amministrazione delle Società.

Secondo quanto riportato dagli Amministratori di BPER, per lo sviluppo dello Scenario Base "Normalizzato", si è fatto riferimento alle Proiezioni 2020 – 2024 così come approvate dai Consigli di Amministrazione delle Società ed ai seguenti parametri:

- CET1 ratio target *fully loaded* pari al 13,0% in linea con il valore mediano registrato al 31 dicembre 2019 da un campione di gruppi bancari quotati (BPER, Banco BPM, UBI Banca, Credito Valtellinese e Banca Popolare di Sondrio);
- tasso di crescita di lungo periodo ("*g-rate*") pari a 1,1%, ottenuto come media tra il tasso di inflazione atteso dalla BCE per il 2021 e il tasso di crescita atteso del PIL italiano al 2022 a seguito dell'emergenza COVID-19;
- *Ke* pari a 10,8%.

Secondo gli Amministratori di BPER, lo Scenario Base "Last" è stato costruito facendo riferimento a parametri rilevati puntualmente in prossimità della data di determinazione del Rapporto di Cambio. I dati prospettici utilizzati sono i medesimi dello scenario descritto sopra. Tale approccio si sostanzia nell'utilizzo di un *Ke* pari all'11,0% circa, lasciando invariati gli altri parametri rispetto allo Scenario Base "Normalizzato".

Lo Scenario Stress "COVID-19" è stato predisposto dagli Amministratori di BPER riflettendo i possibili *shock* derivanti dall'emergenza sanitaria "COVID-19" su alcuni KPIs delle Società, facendo riferimento a dati e informazioni desunti da *Research Analyst* disponibili alla data della definizione del Rapporto di Cambio. Tale scenario riflette una riduzione della raccolta indiretta per il periodo 2020-2024 nell'ordine del 30% annuo e una maggiorazione del costo del credito, derivante dalle aspettative di incremento dei *default rate* e del costo del credito per l'intero sistema bancario italiano. Inoltre, nell'ambito di tale scenario sono stati utilizzati i seguenti parametri valutativi:

- *g-rate* pari a 0,8%, in linea con il tasso di crescita atteso del PIL italiano al 2022;
- *Ke* pari a 10,5%.

In funzione dell'applicazione dei parametri e del processo valutativo sopra descritti e delle ulteriori analisi di sensitività aventi ad oggetto il *Ke*, il *g-rate* e il CET1 ratio target, gli Amministratori di BPER, con il supporto di KPMG, hanno identificato i seguenti intervalli di valore economico delle Società e i relativi intervalli di rapporti di cambio:

€ milioni	Valore economico 100% e per azione				Rapporto di Cambio	
	BPER		CR Bra		# az. CR Bra per 1 az. BPER	
	min	max	min	max	min	max
<b>Scenario Base "Normalizzato"</b>						
<b>DDM Excess Ke - g Sensitivity Analysis</b>	<b>2.787,3</b>	<b>3.456,6</b>	<b>43,7</b>	<b>56,4</b>	<b>13,00</b>	<b>13,52</b>
Valore per azione	5,36	6,65	0,40	0,51		
<b>DDM Excess Ke - CET1 R Sensitivity Analysis</b>	<b>2.573,9</b>	<b>3.658,4</b>	<b>40,9</b>	<b>58,8</b>	<b>13,20</b>	<b>13,34</b>
Valore per azione	4,95	7,03	0,37	0,53		
<b>Scenario Base "Last"</b>						
<b>DDM Excess Ke - g Sensitivity Analysis</b>	<b>2.725,3</b>	<b>3.358,8</b>	<b>42,6</b>	<b>54,6</b>	<b>13,03</b>	<b>13,56</b>
Valore per azione	5,24	6,46	0,39	0,50		
<b>DDM Excess Ke - CET1 R Sensitivity Analysis</b>	<b>2.511,5</b>	<b>3.563,3</b>	<b>39,8</b>	<b>57,1</b>	<b>13,23</b>	<b>13,38</b>
Valore per azione	4,83	6,85	0,36	0,52		
<b>Scenario Stress "COVID-19"</b>						
<b>DDM Excess Ke - g Sensitivity Analysis</b>	<b>1.732,9</b>	<b>2.147,8</b>	<b>26,7</b>	<b>35,4</b>	<b>12,85</b>	<b>13,76</b>
Valore per azione	3,33	4,13	0,24	0,32		
<b>DDM Excess Ke - CET1 R Sensitivity Analysis</b>	<b>1.497,8</b>	<b>2.389,4</b>	<b>23,6</b>	<b>38,4</b>	<b>13,17</b>	<b>13,47</b>
Valore per azione	2,88	4,59	0,21	0,35		

Nell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa o *Comparable Pricing Analysis*, gli Amministratori di BPER, con l'ausilio di KPMG, hanno considerato i seguenti multipli:

- P/BV 2019A, stimato dall'applicazione di una regressione lineare al ROAE 2021 atteso su un campione di banche italiane comparabili (i.e. BPER, Banco BPM, Credito Valtellinese e Banca Popolare di Sondrio);
- P/E 2021E, ricavato dal valore medio del medesimo campione di cui al punto che precede.

In entrambi i casi l'applicazione dei multipli di borsa ha preso in considerazione:

- la situazione economica e patrimoniale delle Società al 31 dicembre 2019 (su base consolidata nel caso di BPER);
- le Proiezioni 2020-2024 delle Società;
- un allineamento del livello di patrimonializzazione delle Società a quello espresso dalle banche del campione di riferimento (CET1 ratio del 13%).

In coerenza con quanto effettuato nell'ambito della metodologia analitica, anche nell'applicazione della *Comparable Pricing Analysis* sono stati presi a riferimento diversi scenari valutativi, per tenere in considerazione i possibili effetti dell'emergenza COVID-19 sul valore relativo delle Società. In particolare, tale approccio si è sostanziato nell'utilizzo di due scenari, ovvero (i) Scenario Base "Normalizzato", prendendo come riferimento i corsi azionari del campione di società individuato relativamente ad un intervallo temporale di 12 mesi, con ultimo giorno il 20 marzo 2020 e (ii) Scenario Base "Last", coincidente con lo Scenario "Stress COVID-19", prendendo come riferimento i corsi azionari puntuali del campione di società individuato alla data del 20 marzo 2020.

Dalle analisi valutative effettuate, gli Amministratori di BPER, con il supporto di KPMG, hanno determinato i seguenti intervalli di valore economico delle Società e i relativi intervalli di rapporti di cambio:

€ milioni	Valore economico 100% e per azione				Rapporto di Cambio	
	BPER		CR Bra		# az. CR Bra per 1 az. BPER	
	min	max	min	max	min	max
<b>Scenario Base "Normalizzato"</b>						
<b>Multipli di Borsa</b>	<b>2.034,6</b>	<b>2.692,2</b>	<b>29,4</b>	<b>36,4</b>	<b>14,66</b>	<b>15,68</b>
<i>Valore per azione</i>	<i>3,91</i>	<i>5,18</i>	<i>0,27</i>	<i>0,33</i>		
<b>Scenario Base "Last" e Stress "COVID-19"</b>						
<b>Multipli di Borsa</b>	<b>1.226,3</b>	<b>1.744,4</b>	<b>16,6</b>	<b>22,7</b>	<b>15,63</b>	<b>16,28</b>
<i>Valore per azione</i>	<i>2,36</i>	<i>3,35</i>	<i>0,15</i>	<i>0,21</i>		

#### 5.2.1.1. Sintesi dei risultati della valutazione di BPER e CRB da parte degli Amministratori di BPER

Gli Amministratori di BPER, sulla base delle analisi effettuate, della documentazione disponibile, delle assunzioni, dei parametri, delle analisi di sensitività e degli scenari valutativi predisposti, hanno individuato l'intervallo di rapporti di cambio pari a 13,60-14,12 azioni ordinarie CRB per ciascuna azione ordinaria BPER di nuova emissione.

Tale intervallo è stato determinato prendendo a riferimento la media dei valori minimi e massimi degli intervalli di rapporti di cambio stimati attraverso le metodologie valutative precedentemente descritte in ogni scenario esaminato.

Tenuto conto di detto intervallo, secondo quanto riportato dagli Amministratori di BPER, il numero di azioni ordinarie BPER di nuova emissione risulterebbe compreso tra un minimo di n° 1.233.435 e un massimo di n° 1.279.840 azioni ordinarie, corrispondenti ad una partecipazione dell'unico attuale socio di minoranza di CRB (Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo) al capitale sociale di BPER post Operazione rispettivamente pari a 0,24% e 0,25% circa.

#### 5.2.2. Il valore economico di BPER e CRB determinato dagli Amministratori di CRB con il supporto di Arché

Ai fini della determinazione del valore economico di BPER e CRB, gli Amministratori di CRB, supportati da Arché, hanno adottato le seguenti metodologie valutative:

- metodo del *Dividend Discount Model* nella variante "*Excess Capital*";
- metodo dei Multipli di Borsa (o *Comparable Pricing Analysis*).

Ai fini dell'applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori di CRB, supportati da Arché, hanno sviluppato quattro possibili scenari:

- Scenario Base, sviluppato sulla base delle seguenti ipotesi:
  - i. CET1 ratio target pari al 10,3%, Total Capital ratio target pari a 13,8% in linea con le indicazioni SREP e le relative *guidelines* fornite dall'Autorità di Vigilanza a BPER nel corso del 2019;

- ii. tasso di crescita di lungo periodo pari a 1,5%, in linea con il tasso di inflazione atteso per l'Italia nel lungo periodo, secondo le previsioni del Fondo Monetario Internazionale ad ottobre 2019;
  - iii.  $Ke$  pari a 9,4%.
- Scenario Stress 1: prende in considerazione le stesse ipotesi dello Scenario Base, ad eccezione del fatto che le Proiezioni 2020-2024 delle Società sono state rettifiche tramite lo *stress* di alcune voci economiche e patrimoniali. In particolare, in tale scenario, è stata ipotizzata una riduzione della raccolta indiretta del 20% nel periodo 2020-2024 ed una maggiorazione del costo del rischio di credito per entrambe le Società in linea con quanto previsto da *Research Analyst* disponibili alla data della definizione del rapporto di cambio.
  - Scenario Stress 2: prende in considerazione le stesse ipotesi dello Scenario Base, ad eccezione del  $Ke$ , pari a 10,4%, poiché inclusivo di un premio, pari all'1,0%, per il rischio aggiuntivo legato all'incertezza relativa agli effetti sull'economia derivanti dall'emergenza legata al COVID-19.
  - Scenario Stress 3: prende in considerazione le stesse ipotesi dello Scenario Base, ad eccezione del CET1 ratio target pari al 13,0%, Total Capital ratio target pari a 16,5% in linea con il CET1 ratio e Total Capital ratio *fully loaded* medio di un campione di banche comparabili (UBI Banca, Banco BPM, Credem, BPER, Banca Popolare di Sondrio e Credito Valtellinese) alla data del 31 dicembre 2019.

In funzione dell'applicazione dei parametri e del processo valutativo sopra descritti, gli Amministratori di CRB, con il supporto di Arché, hanno determinato diversi intervalli di valore economico delle Società, effettuando inoltre delle analisi di sensitività aventi ad oggetto il  $Ke$  e il  $g$ -rate, ottenendo i seguenti risultati:

	Valore economico 100% e per azione				Rapporto di Cambio	
	BPER		CR Bra		# az. CR Bra per 1 az. BPER	
€ milioni	min	max	min	max	min	max
<b>Scenario Base</b>						
<b>DDM Excess</b>	<b>5.052</b>	<b>5.385</b>	<b>78</b>	<b>84</b>	<b>12,7</b>	<b>14,6</b>
<i>Valore per azione</i>	9,7	10,4	0,7	0,8		
<b>DDM Scenario Stress 1</b>						
<b>DDM Excess</b>	<b>4.461</b>	<b>4.761</b>	<b>69</b>	<b>74</b>	<b>12,8</b>	<b>14,7</b>
<i>Valore per azione</i>	8,6	9,2	0,6	0,7		
<b>DDM Scenario Stress 2</b>						
<b>DDM Excess</b>	<b>4.585</b>	<b>4.830</b>	<b>71</b>	<b>75</b>	<b>13,0</b>	<b>14,5</b>
<i>Valore per azione</i>	8,8	9,3	0,6	0,7		
<b>DDM Scenario Stress 3</b>						
<b>DDM Excess</b>	<b>4.019</b>	<b>4.297</b>	<b>64</b>	<b>69</b>	<b>12,4</b>	<b>14,3</b>
<i>Valore per azione</i>	7,7	8,3	0,6	0,6		

Nell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa, gli Amministratori di CRB, con il supporto di Arché, hanno considerato il multiplo derivante dal rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il patrimonio netto tangibile ("P/TBV") riveniente da un *panel* di società che svolgono attività bancaria in Italia, costituito da UBI Banca, Banco BPM, Credem, BPER, Banca Popolare di Sondrio e Credito Valtellinese. Gli Amministratori di CRB hanno preso come riferimento i corsi azionari del campione di società individuato relativamente ad un intervallo temporale di un mese, con ultimo giorno il 20 marzo 2020.

Dalle analisi valutative effettuate, gli Amministratori di CRB, con il supporto di Arché, hanno identificato i seguenti valori economici delle Società ed il relativo intervallo di rapporto di cambio:

	Valore economico 100% e per azione				Rapporto di Cambio	
	BPER		CR Bra		# az. CR Bra per 1 az. BPER	
€ milioni	min	max	min	max	min	max
<b>Multipli di Borsa</b>	<b>1.400</b>	<b>1.598</b>	<b>21</b>	<b>24</b>	<b>12,5</b>	<b>16,3</b>
Valore per azione	2,7	3,1	0,2	0,2		

### 5.2.2.1. Sintesi dei risultati della valutazione di BPER e CRB da parte degli Amministratori di CRB

Gli Amministratori di CRB, sulla base delle analisi effettuate, della documentazione disponibile, delle assunzioni, dei parametri, delle analisi di sensitività e degli scenari valutativi predisposti, hanno individuato l'intervallo di rapporti di cambio pari a 13,00 -14,30 azioni ordinarie CRB per ciascuna azione ordinaria BPER di nuova emissione.

Tale intervallo è stato determinato prendendo a riferimento il massimo dei valori minimi ed il minimo dei valori massimi nei diversi scenari esaminati, come illustrato nelle precedenti tabelle, attraverso le metodologie valutative precedentemente descritte.

Tenuto conto di detto intervallo, secondo quanto riportato dagli Amministratori di CRB, il numero di azioni ordinarie BPER di nuova emissione risulterebbe ricompreso tra un minimo di n° 1.214.501 e un massimo di n° 1.337.494 azioni ordinarie, corrispondenti ad una partecipazione dell'unico attuale socio di minoranza di CRB (Fondazione Cassa di Risparmio di Cuneo) al capitale sociale di BPER post Operazione rispettivamente pari a 0,23% e 0,26%.

## 6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di BPER e di CRB

Gli Amministratori sia di BPER, sia di CRB riferiscono che i risultati delle analisi valutative e le conclusioni cui sono pervenuti devono essere interpretati alla luce di taluni limiti e difficoltà di seguito sintetizzati:

- le Proiezioni 2020-2024 delle Società si basano su un insieme di assunzioni il cui verificarsi, per taluni profili, discende da azioni che dovranno essere intraprese dal *management* di BPER e di CRB (il "*Management*"), per altri, da fattori al di fuori della loro influenza e che, per loro natura, presentano profili di incertezza, acuiti dall'emergenza COVID-19, connessi anche a possibili cambiamenti strutturali di mercato;
- alla data della presente relazione non risultano disponibili analisi di scenari o aggiornamenti delle Proiezioni 2020-2024, formulati dalle Società, funzionali a riflettere il possibile impatto di detta emergenza su poste attive o passive di bilancio e sugli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati, né scenari affidabili relativi al settore bancario italiano ed europeo sulla durata dell'emergenza e sui relativi effetti sull'economia nazionale ed internazionale. A fronte di tale difficoltà, sono stati elaborati scenari di sensitività funzionali a valutare i possibili impatti sugli intervalli del rapporto di cambio, derivanti da shock circoscritti a una riduzione della raccolta indiretta e a un incremento del costo del rischio di credito, avuto riguardo alle prime considerazioni svolte dagli analisti di mercato riferite ai possibili impatti dell'emergenza COVID-19 sul settore bancario italiano ed europeo, disponibili alla data della definizione del Rapporto di Cambio. Permangono ad oggi elementi di incertezza riferiti in particolare agli

impatti sull'economia nazionale e internazionale, anche tenuto conto delle possibili evoluzioni riferite alle misure mitiganti in corso di discussione a livello di autorità governative e di settore. Tuttavia, essendo i valori del Rapporto di Cambio espressione di valorizzazioni relative, le analisi di *stress test* condotte alla data della definizione del concambio evidenziano una sostanziale tenuta del Rapporto di Cambio prescelto, in quanto gli impatti attualmente prevedibili derivanti dall'emergenza sanitaria in corso dovrebbero essere comparabili in termini relativi tra le due Società, come peraltro confermato dai risultati riportati nelle situazioni contabili trimestrali al 31 marzo 2020 delle Società;

- le analisi valutative condotte, basate sulle Proiezioni 2020-2024 delle Società, non riflettono in alcun modo i possibili effetti sul valore di BPER derivanti dall'operazione annunciata al mercato riguardante l'acquisizione da parte della stessa di un ramo d'azienda costituito da filiali bancarie, nonché di eventuali ulteriori attività, passività e rapporti giuridici, subordinatamente al buon esito dell'offerta pubblica di scambio promossa da Intesa Sanpaolo S.p.A. ("ISP") sull'intero capitale sociale di UBI Banca S.p.A. ("Operazione UBI"). Tale aspetto è giustificato in primis dalla circostanza che l'esito finale di tale operazione non è certo, dipendendo lo stesso dalla adesione degli azionisti di UBI Banca S.p.A. all'offerta pubblica di scambio lanciata da ISP e dalla successiva accettazione da parte di ISP dei risultati finali dell'OPS. Inoltre, si dà atto che in data 22 aprile 2020, l'Assemblea straordinaria degli azionisti di BPER, nell'ambito dell'Operazione UBI, ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, la facoltà, da esercitarsi entro il 31 marzo 2021, di aumentare in una o più volte, in via scindibile, a pagamento, il capitale sociale per un importo massimo complessivo di Euro 1 miliardo finalizzato al completamento dell'acquisizione prevista. Tuttavia (anche alla luce dell'*amendment agreement* avente ad oggetto i criteri di determinazione del corrispettivo dell'acquisizione), assumendo il perfezionamento dell'Operazione UBI a condizioni di mercato, il potenziale impatto complessivo potrebbe risultare neutro rispetto ai valori emersi dalle analisi svolte nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio;
- le analisi valutative sono state condotte sulla base di un approccio c.d. "*ex dividend*", riducendo il valore economico stimato nelle metodologie individuate dell'importo del dividendo di BPER a valere sull'utile 2019 che sarebbe stato oggetto di distribuzione a seguito dell'approvazione da parte dell'Assemblea dei soci. Per quanto concerne CRB non era prevista la distribuzione di alcun dividendo a valere sull'utile 2019. Tale approccio è stato adottato tenuto conto delle tempistiche legate al perfezionamento dell'Operazione, che era prevista verificarsi, subordinatamente all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni, in data successiva alla distribuzione del dividendo a valere sull'utile 2019. Tuttavia, rispetto alla data dell'approvazione del Rapporto di Cambio, le autorità internazionali di settore hanno adottato misure volte a fronteggiare eventuali esigenze di liquidità da parte degli istituti bancari, raccomandando di non procedere al pagamento di dividendi a valere sull'esercizio 2019. A tal riguardo, sono state svolte delle analisi di *sensitivity* e si è verificato il limitato impatto sul Rapporto di Cambio della mancata distribuzione del dividendo di BPER a valere sull'utile 2019.

Inoltre, gli Amministratori di BPER riportano nella Relazione BPER i seguenti ulteriori limiti e difficoltà:

- sono state applicate metodologie e analisi di sensitività di natura analitica ed empirica, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento. In particolare, nell'applicazione dei metodi di valutazione selezionati, sono stati utilizzati dati relativi a parametri finanziari e quotazioni di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative;



- l'applicazione delle metodologie prescelte ha comportato l'utilizzo di dati previsionali per loro natura aleatori e incerti, soggetti al mutamento di scenari di mercato e di variabili macroeconomiche; in particolare, l'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità delle grandezze finanziarie determinanti ai fini della valutazione e dalla conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, ha reso ancor più complessa e incerta l'attività valutativa;
- il metodo dei Multipli di Borsa stima il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda sulla base delle quotazioni dirette di borsa di un campione di società ritenute comparabili alla società o al business oggetto di valutazione rilevate in un periodo significativo prossimo alla data di elaborazione della stima. La selezione di tali società comparabili è talvolta influenzata da considerazioni relative al livello di liquidità, nonché alla disponibilità di stime relative alle grandezze di natura economica, patrimoniale e finanziaria delle medesime da parte di analisti e *information data providers*;
- in riferimento al punto che precede, si segnala inoltre che, nell'attuale contesto di mercato, la volatilità dei corsi di borsa, da una parte, e la mancanza di scenari affidabili relativi agli effetti che l'emergenza COVID-19 potrebbe avere sul settore bancario e sulle sue prospettive, dall'altra, evidenziano un limite nell'utilizzo di tale metodologia nella possibile stima di valori assoluti del capitale economico di una società. Tuttavia, in considerazione della finalità delle analisi valutative svolte, che consiste nell'identificazione di valori relativi e raffrontabili, il metodo dei Multipli di Borsa è stato considerato nella determinazione di possibili intervalli del Rapporto di Cambio.

#### **7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di BPER e di CRB**

Sulla base dell'applicazione delle metodologie di valutazione descritte nei paragrafi precedenti, gli Amministratori di BPER e di CRB sono pervenuti alla determinazione del seguente Rapporto di Cambio:

#### **14,0 azioni ordinarie di CRB per ogni azione ordinaria di BPER di nuova emissione**

Tale valore è stato identificato arrotondando all'intero più vicino i valori centrali degli intervalli di Rapporto di Cambio determinati.

#### **8. Lavoro svolto**

Nell'ambito del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti procedure:

- svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale;
- in relazione alle Situazioni Patrimoniali *ex* articolo 2501-*quater* del Codice Civile, vale a dire i rispettivi bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2019 delle Società, svolto incontri e discussioni con il *Management* delle Società e con la società di revisione Deloitte, revisore legale delle Società, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3;

- discusso con il *Management* delle Società e con i Consulenti il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e le loro modalità di applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dai Consulenti;
- discusso con il Management di BPER e CRB i criteri e le assunzioni utilizzati per la redazione delle Proiezioni 2020-2024, fermi restando le incertezze e i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale; tale discussione è stata focalizzata sull'applicazione di criteri omogenei da parte di entrambe le Società, al fine di consentire l'utilizzo di dati ed informazioni confrontabili da parte degli Amministratori e dei rispettivi Consulenti, per l'applicazione dei metodi di valutazione;
- discusso con il *Management* delle Società le possibili ripercussioni dell'attuale emergenza sanitaria in corso sulle Situazioni Patrimoniali e sulle Proiezioni 2020-2024;
- verificato la congruità e coerenza dei parametri di mercato utilizzati per l'applicazione della metodologia dei multipli di borsa da parte degli Amministratori delle Società;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di BPER e di CRB, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- ottenuto specifica attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

**9. *Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio***

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi a BPER e CRB, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee a esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee straordinarie degli azionisti, individuandolo all'interno di intervalli di valori determinati con l'ausilio dei rispettivi Consulenti.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di BPER e di CRB per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dei rispettivi Consulenti, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di BPER e di CRB per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di BPER e di CRB è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita.
- Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di cambio, confermati anche dal lavoro svolto dai Consulenti.
- Nel caso di specie, gli Amministratori di entrambe le Società hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle società oggetto di valutazione, due metodologie (*Dividend Discount Model* o DDM e Multipli di Borsa) alle quali è stata attribuita eguale rilevanza principale, secondo un approccio che non ha comportato la necessità di individuazione di criteri di importanza relativa.
- La scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici (come il DDM), sia criteri di mercato (come il metodo dei Multipli di Borsa) appare in linea con la migliore dottrina. In effetti, i metodi di tipo analitico e quelli di mercato risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- Le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando BPER e CRB su base c.d. "*stand alone*". Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future delle Società, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Sotto questo profilo, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, ragionevoli.

- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia *Dividend Discount Model* o DDM. Essa rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina soprattutto con riferimento al settore bancario. Sotto il profilo dell'applicazione della metodologia DDM, nelle Relazioni degli Amministratori vengono sinteticamente indicate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto, i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per il suo sviluppo e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione degli stessi, nonché i parametri e le ipotesi oggetto di modifica per l'individuazione degli scenari di *stress*. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori e dai rispettivi Consulenti, e risultano, nelle circostanze, adeguate da un punto di vista tecnico e ragionevoli.
- La metodologia dei Multipli di Borsa deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di società comparabili e talune grandezze finanziarie e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Il riferimento a tale metodologia è comunemente accettato e utilizzato a livello sia nazionale sia internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Gli Amministratori di BPER hanno individuato, in quanto ritenuti maggiormente significativi, i multipli *Price/Book Value* (P/BV) e *Price/Earnings* (P/E), anch'essi sviluppati in diversi scenari di *stress* in coerenza con quanto fatto per il DDM; gli Amministratori di CRB hanno invece ritenuto di applicare il multiplo *Price/Tangible Book Value* (P/TBV). Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo e nell'applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dai rispettivi Consulenti, appaiono ragionevoli e in linea con la dottrina.
- Nel contesto delle proprie valutazioni per la determinazione del numero delle azioni di BPER ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, gli Amministratori non hanno considerato l'effetto delle azioni di compendio al servizio del POC AT1 emesso da BPER nel mese di luglio 2019 e sottoscritto da Fondazione di Sardegna. Gli Amministratori riferiscono che Fondazione di Sardegna ha rinunciato irrevocabilmente al diritto di conversione ex articolo 2503, comma 2, del Codice Civile, mantenendo salvo e impregiudicato ogni diritto derivante a suo favore ai sensi del regolamento del POC AT1. Peraltro, l'esercizio dei diritti connessi a detto POC AT1 non risulterebbe, allo stato, economicamente prevedibile (situazione che nella prassi valutativa viene definita "*out of the money*"). L'approccio adottato dagli Amministratori risulta, nelle circostanze, appropriato sotto un profilo tecnico e in linea con la migliore prassi valutativa.
- Tenuto conto degli elementi di incertezza relativi agli impatti sull'economia nazionale e internazionale dell'emergenza sanitaria in atto, gli Amministratori hanno elaborato (quelli di BPER per entrambe le metodologie valutative prescelte, quelli di CRB per il metodo DDM) scenari di *stress* funzionali a valutare i possibili impatti sugli intervalli del rapporto di cambio, derivanti dalla possibile riduzione della raccolta indiretta e dall'incremento del costo del rischio di credito: ciò, avuto riguardo alle prime considerazioni svolte dagli analisti di mercato riferite ai possibili impatti dell'emergenza COVID-19 sul settore bancario italiano ed europeo. Gli Amministratori riferiscono peraltro che, essendo i valori del rapporto di cambio espressione di valorizzazioni relative delle Società, le analisi di *stress test* condotte evidenziano una sostanziale tenuta del Rapporto di Cambio, in quanto gli impatti prevedibili derivanti dall'emergenza sanitaria dovrebbero essere comparabili in termini relativi tra le due Società; tale circostanza risulterebbe altresì confermata dai risultati delle rispettive situazioni contabili trimestrali al 31 marzo 2020. Anche sotto tale profilo, l'approccio metodologico in termini relativi adottato dai Consigli di Amministrazione appare, nelle circostanze, ragionevole e motivato.

- Le analisi valutative sono state condotte dagli Amministratori sulla base di un approccio c.d. “*ex dividend*”, riducendo il valore economico stimato nelle metodologie individuate dell’importo del dividendo di BPER a valere sull’utile 2019 di cui era prevista la distribuzione a seguito dell’approvazione da parte della relativa Assemblea; per quanto riguarda CRB non era viceversa prevista la distribuzione di alcun dividendo a valere sull’utile 2019. Come noto, successivamente alla definizione del Rapporto di Cambio, le competenti Autorità di Vigilanza hanno adottato misure volte a fronteggiare eventuali esigenze di liquidità da parte degli istituti bancari a causa dell’emergenza sanitaria, raccomandando di non procedere al pagamento di dividendi a valere sull’esercizio 2019. A tale riguardo, gli Amministratori hanno effettuato analisi di sensitività che hanno evidenziato un impatto limitato sul Rapporto di Cambio della mancata distribuzione del dividendo di BPER a valere sull’utile 2019. Le verifiche a nostra volta condotte circa i possibili effetti di tale circostanza sul Rapporto di Cambio confermano la natura non significativa degli stessi e la ragionevolezza della decisione degli Amministratori di confermare il Rapporto di Cambio precedentemente individuato.
- Le analisi di sensitività da noi autonomamente elaborate per valutare l’impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell’ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l’analisi dell’accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.
- Gli Amministratori non hanno utilizzato ulteriori criteri rispetto al DDM e ai Multipli di Borsa. In effetti, differenti metodologie finanziarie, quali il *Discounted Cash Flow* (“DCF”) alquanto diffuso nella prassi valutativa, ovvero i criteri patrimoniali non appaiono significativi nel contesto bancario, nell’ambito del quale la prassi e la dottrina sono consolidate nell’utilizzo del metodo DDM. Inoltre, ulteriori criteri di mercato – quali quello delle quotazioni di borsa, che rappresenta un parametro normalmente utilizzato per la valutazione di società quotate, e quello dei *target price* degli analisti di ricerca – sarebbero risultati, nel caso di specie, applicabili solo a BPER, società quotata, e non anche a CRB. Un’ipotetica scelta degli Amministratori di applicare le richiamate metodologie delle quotazioni di borsa e dei *target price* per la valutazione della sola BPER avrebbe dunque vanificato il principio dell’omogeneità e della coerenza dei criteri tipico delle valutazioni nell’ambito di operazioni di fusione. Alla luce di tali considerazioni, le scelte degli Amministratori in ordine all’esclusione di ulteriori criteri, pur non esplicitate nell’ambito delle rispettive Relazioni, appaiono nelle circostanze ragionevoli.
- In linea con la prassi per tale tipologia di operazioni, sulla base delle metodologie sviluppate, gli Amministratori delle Società hanno individuato dei *range* di rapporti di cambio, nello specifico 13,60x – 14,12x per il Consiglio di Amministrazione di BPER e 13,00x – 14,30x per il Consiglio di Amministrazione di CRB. Il Rapporto di Cambio che sarà proposto alle rispettive Assemblee, pari a **n° 1 azione ordinaria BPER per ogni n° 14 azioni CRB**, rientra in entrambi i *range* di valutazione individuati dal Consiglio di Amministrazione di BPER e dal Consiglio di Amministrazione di CRB ed è stato identificato da entrambi i Consigli di Amministrazione arrotondando all’intero più vicino il valore centrale dell’intervallo di rapporto cambio come sopra determinato (rispettivamente 13,86 e 13,65). Anche sotto questo profilo, le scelte degli Amministratori appaiono ragionevoli in quanto il Rapporto di Cambio è ricompreso in entrambi gli intervalli determinati dagli Amministratori.

**10. Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

- (i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
- Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione sulla base della metodologia DDM si fondano su previsioni economico-finanziarie desunte dalle Proiezioni 2020-2024. Occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che non necessariamente si verificheranno: i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, tanto più accentuati nelle circostanze dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.
  - Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei Multipli di Borsa, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani sia internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale, tanto più accentuata nelle circostanze dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettua la valutazione.
  - I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività, per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.
- (ii) Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:
- Gli Amministratori riferiscono che BPER e CRB sono parti correlate, in quanto CRB è controllata da BPER ai sensi dell'articolo 2359, comma 1, n° 1, del Codice Civile e dell'articolo 93 del DLgs 58/1998. Il Consiglio di Amministrazione di BPER riferisce che la Fusione è classificata come operazione "*di minore rilevanza*", in quanto gli indici di rilevanza di cui al Regolamento Consob n° 17221/2010 e alla normativa interna di BPER contenuta nella "*Policy di Gruppo per il governo del rischio di non conformità in materia di conflitti di interesse nei confronti di parti correlate e di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati*" non superano la soglia del 5%. Al riguardo, gli Amministratori delle Società riferiscono che in vista delle Assemblee saranno adempite le formalità di cui alla normativa interna. Alla data di emissione del presente parere, non sono stati messi a nostra disposizione dalle Società documenti relativi all'adempimento delle formalità di cui alla richiamata normativa regolamentare e interna. Esulano

dall'oggetto del nostro parere sia considerazioni in ordine alle modalità di applicazione da parte delle Società dell'*iter* procedurale previsto dalla normativa regolamentare e interna richiamata dagli Amministratori, sia valutazioni sull'interesse di BPER e di CRB all'effettuazione dell'Operazione, oltre che sulla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

- Esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'Operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa.
- Si segnala che, come riportato dagli Amministratori nelle Relazioni, agli azionisti di CRB non spetta il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437, comma 1, del Codice Civile e dell'articolo 5 del DLgs 108/2008.
- Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni BPER attribuite in concambio agli azionisti CRB, con conseguente piena facoltà di questi ultimi, a seguito della consegna delle azioni di BPER, di negoziarle sul mercato.

(iii) Si evidenzia inoltre la seguente circostanza, che costituisce presupposto delle conclusioni del presente parere:

- Gli Amministratori segnalano che BPER ha recentemente annunciato al mercato un'operazione riguardante l'acquisizione di un ramo d'azienda costituito da filiali bancarie, nonché di eventuali ulteriori attività, passività e rapporti giuridici, subordinatamente al buon esito dell'Operazione UBI, ovvero l'offerta pubblica di scambio promossa da ISP sull'intero capitale sociale di UBI Banca S.p.A.. Gli Amministratori riferiscono che le analisi valutative condotte, basate sulle Proiezioni 2020-2024 delle Società, non riflettono in alcun modo i possibili effetti sul valore di BPER derivanti dall'Operazione UBI. Tale scelta è giustificata dagli Amministratori sulla base della circostanza che non vi è certezza sull'esito finale di tale operazione, dipendendo lo stesso dall'adesione degli azionisti di UBI Banca S.p.A. all'offerta pubblica di scambio lanciata da ISP e dalla successiva accettazione da parte di ISP dei risultati finali dell'OPS. Inoltre, gli Amministratori danno atto che in data 22 aprile 2020, l'Assemblea straordinaria degli azionisti di BPER, nell'ambito dell'Operazione UBI, ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, la facoltà, da esercitarsi entro il 31 marzo 2021, di aumentare in una o più volte, in via scindibile, a pagamento, il capitale sociale per un importo massimo complessivo di Euro 1 miliardo finalizzato al completamento dell'acquisizione prevista. Secondo gli Amministratori, tuttavia, anche alla luce dell'*amendment agreement* avente ad oggetto i criteri di determinazione del corrispettivo dell'acquisizione, assumendo il perfezionamento dell'Operazione UBI a condizioni di mercato, il potenziale impatto complessivo potrebbe risultare neutro rispetto ai valori emersi dalle analisi svolte nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio. Alla luce di quanto indicato nelle Relazioni degli Amministratori, il presente parere si basa sul presupposto che l'Operazione UBI, qualora dovesse effettivamente concretizzarsi, abbia effettivamente un impatto neutro rispetto ai valori emersi dalle analisi svolte nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio.



## **11. Conclusioni**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dei rispettivi Consulenti, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

**numero 1 azione ordinaria di BPER Banca S.p.A. per ogni numero 14 azioni ordinarie di Cassa di Risparmio di Bra S.p.A..**

Firenze, 4 giugno 2020

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in blue ink that reads 'Aless Parrini'.

Alessandro Parrini  
(Revisore legale)