

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
Banca Popolare Valconca S.p.A. in Blu Banca S.p.A.

Relazione della società di revisione sul Rapporto di
Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 *sexies*
del Codice Civile

Relazione della Società di Revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di
Banca Popolare Valconca S.p.A.

Agli Azionisti di
Blu Banca S.p.A.

1 Motivo e oggetto dell'incarico

Nell'ambito della prospettata operazione di fusione per incorporazione (la "Fusione" o l'"Operazione") di Banca Popolare Valconca S.p.A. ("BPV" o l'"Incorporanda") in Blu Banca S.p.A. ("BLU" o l'"Incorporante") facente parte del Gruppo Bancario Banca Popolare del Lazio (il "Gruppo BPL") con capogruppo Banca Popolare del Lazio S.C.p.A. ("BPL"), in data 25 luglio 2022 siamo stati nominati dal Tribunale Ordinario di Roma, su istanza congiunta presentata da BPV e da BLU (le "Banche"), quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile.

In tale ambito e al fine dello svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dalle Banche, tra gli altri:

- (i) il progetto di fusione redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile (il "Progetto di Fusione"), approvato dai Consigli di Amministrazione di BPV e di BLU rispettivamente in data 20 giugno 2022 e 23 giugno 2022. Il Progetto di Fusione è stato inoltre approvato anche da BPL in data 22 giugno 2022;
- (ii) le relazioni illustrative degli Amministratori di BPV e di BLU (rispettivamente, la "Relazione degli Amministratori BPV" e la "Relazione degli Amministratori BLU" e, congiuntamente, le "Relazioni degli Amministratori") redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, che indicano, illustrano e giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione e, in particolare, le modalità attraverso le quali è stato determinato il Rapporto di Cambio. Tali relazioni sono state approvate dagli Amministratori di BPV e BLU rispettivamente in data 26 settembre 2022 e in data 21 settembre 2022.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BPV convocata in data 20 novembre 2022 e della convocanda Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BLU.

1.1 Sintesi dell'operazione

Premessa

In data 9 maggio 2022, BPL e BLU hanno trasmesso a BPV un'offerta vincolante avente ad oggetto una proposta per la fusione per incorporazione di BPV in BLU, successivamente modificata a seguito delle interlocuzioni tra le parti – mantenendo invariati i termini finanziari del Rapporto di Cambio - con lettera del 13 maggio 2022 (l'“Offerta Vincolante”).

In data 16 maggio 2022, il Consiglio di Amministrazione di BPV, tenuto conto dei contenuti dell'Offerta Vincolante, delle alternative percorribili (si veda il successivo paragrafo “Motivazioni della Fusione”), del processo di *due diligence* avviato con il supporto di taluni *advisor* finanziari e delle risultanze di una *fairness opinion* redatta dai Professori - come infra definiti - ha valutato positivamente i contenuti della stessa.

In particolare, ai sensi dell'Offerta Vincolante, le parti hanno definito il Rapporto di Cambio pari a n. 1 azione BLU ogni n. 282 azioni BPV.

Ai fini della determinazione degli elementi economici della Fusione, i Consigli di Amministrazione di BPV e di BLU si sono fatti supportare dai seguenti *advisor*:

- BPV si è avvalsa dei Proff. Andrea Amaduzzi e Corrado Gatti (i “Professori”), di Prometeia S.p.A. e di Ria Grant Thornton S.p.A.;
- BLU si è avvalsa di KPMG Advisory S.p.A. (“KPMG” e, congiuntamente ai Professori, gli “Advisor”).

Come precedentemente riportato, rispettivamente in data 20 e 23 giugno 2022, i Consigli di Amministrazione di BPV e BLU hanno approvato il Progetto di Fusione, prevedendo di utilizzare quali situazioni patrimoniali di riferimento, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile, i bilanci di esercizio della Banche al 31 dicembre 2021 approvati dalle rispettive assemblee dei soci.

In data 24 giugno 2022 BPV, da una parte, e BPL e BLU, dall'altra parte, per quanto di rispettiva spettanza, hanno sottoscritto un accordo volto a regolare e disciplinare, tra le altre cose, le attività propedeutiche e funzionali alla realizzazione della Fusione, la gestione interinale delle Banche sino alla data di esecuzione della Fusione, nonché la *corporate governance* della società risultante dalla Fusione e le condizioni e modalità di esecuzione dell'Operazione (l'“Accordo Quadro”).

Accordo Quadro

L'Accordo Quadro sottoscritto dalle Banche contiene, tra le altre, talune previsioni sia in termini di *governance* delle stesse, sia in materia di riorganizzazione del personale di BPV, previo avvio delle necessarie interlocuzioni sindacali.

Inoltre, in tale ambito, al fine di consentire all'entità risultante dalla Fusione un'agevole ed efficiente operatività, anche nell'interesse degli azionisti di BPV (futuri azionisti di BLU a seguito della Fusione, ove la stessa sia approvata dalle rispettive assemblee), BPV si è obbligata a porre in essere le attività funzionali allo scioglimento di taluni contratti di segnalazione, promozione, offerta e collocamento di prodotti di società terze, che prevedono obblighi di esclusiva incompatibili con l'operatività attuale, nonché prospettica, della Incorporante stessa.

L'Accordo Quadro contiene altresì talune disposizioni volte a tutelare la liquidità dell'investimento degli azionisti di BPV – attraverso l'ammissione alle negoziazioni sul mercato gestita da Hi-Mtf Sim S.p.A. ("Hi-Mtf Sim") nel segmento *Order Driven* delle azioni BLU - e a preservare il radicamento territoriale del marchio BPV- attraverso l'adozione di denominazioni e/o i marchi o segni distintivi impiegati nel corso del tempo da BPV nei limiti di quanto consentito dalla Legge.

Motivazioni della Fusione

La Fusione si inserisce nel più ampio contesto di un percorso (i) di rilancio di BPV, avviato a partire dalla seconda metà del 2019, all'esito dell'insediamento del nuovo Consiglio di Amministrazione e della nuova Direzione Generale e (ii) di evoluzione del Gruppo BPL, avviato nel 2020, che si è tradotto in una strategia di rafforzamento e di rivisitazione dell'approccio al mercato incentrata sul ruolo di BLU.

Come riportato nelle Relazioni degli Amministratori e nel Progetto di Fusione, la prospettata Operazione è volta a consentire il raggiungimento dei seguenti obiettivi:

- a) definizione di un approccio maggiormente orientato al mercato, garantendo il passaggio da un modello tradizionale basato su una profittabilità ancorata al margine di interesse ad un modello più orientato alla creazione di reddito da servizi;
- b) risposta agli elementi caratterizzanti l'attuale sistema bancario, contraddistinto dalle pressioni principalmente derivanti (i) dall'evoluzione delle esigenze della clientela, (ii) da una economia nazionale e locale in contrazione, (iii) da un quadro regolamentare in profonda evoluzione, nonché (iv) da un contesto competitivo estremamente mutato che vede la spinta dei soggetti operanti nei settori bancario e finanziario e delle Autorità di Vigilanza verso ipotesi di riorganizzazione e ristrutturazione delle attuali banche di piccole dimensioni, al fine di stimolare possibilità strategiche per il proprio sviluppo;
- c) creazione di nuovi percorsi propedeutici al complessivo obiettivo di miglioramento della qualità degli attivi attraverso forme di collaborazione con soggetti specializzati e mediante il ricorso a leve di *de-risking* innovative;
- d) ottimizzazione della copertura geografica, ottenendo benefici in termini di efficienza, garantendo così un efficace presidio commerciale con strutture operative snelle, preservando il radicamento nei territori di riferimento attraverso un nuovo modello distributivo e commerciale;
- e) presidio e/o consolidamento dei segmenti a bassa intensità di capitale e ad elevata marginalità, mediante soluzioni *make* (i.e. fabbriche prodotto) o *buy* (i.e. collaborazioni strategiche) attraverso l'attrazione di nuovi capitali e lo sviluppo di potenziali collaborazioni con nuovi soggetti bancari e finanziari;
- f) costituzione, nel medio-lungo termine, di un veicolo idoneo all'aggregazione su scala locale più ampia, dotato di massa critica e copertura territoriale e connotato da un'adeguata valenza industriale, in grado offrire servizi distintivi ai propri clienti, attraendo, inoltre, capitali da nuovi investitori.

Inoltre, gli Amministratori dell'Incorporanda sottolineano come la Fusione sia altresì finalizzata a consentire a BPV e ai relativi azionisti il conseguimento dei seguenti obiettivi:

- a) partecipazione ad un progetto di ampio respiro con ambizioni strategiche e industriali di medio-lungo periodo, volte all'accrescimento di valore per ciascun partecipante, nell'ambito di un processo di creazione di un soggetto maggiormente patrimonializzato, sostenibile sotto il profilo reddituale e resiliente anche alle nuove sfide poste dal sistema e dal contesto regolamentare;

- b) efficace risposta alle sfide derivanti del nuovo contesto competitivo, ulteriormente aggravato dalla crisi pandemica e dalle dinamiche macroeconomiche attuali, che richiede un profondo ripensamento del *business model* per mantenere e consolidare il proprio posizionamento, nonché per rispondere appropriatamente al mutato scenario;
- c) creazione di una significativa massa critica, incrementabile su base prospettica per effetto di future adesioni, ulteriormente abilitata da un presidio territoriale rafforzato su aree *target* di riferimento attraverso un modello evoluto di rete e di approccio commerciale alla clientela;
- d) creazione di un soggetto *market oriented*, che consenta lo sviluppo di rilevanti sinergie sotto il profilo industriale, generabili attraverso la *proposition* di un unico portafoglio prodotti, ulteriormente incrementabile anche mediante mirate *partnership* strategiche, su un più ampio bacino di clientela servita, che non presenti alcuna area di sovrapposizione territoriale tra le banche coinvolte;
- e) organizzazione di una struttura efficiente dei costi, tale da garantire un adeguato supporto al profilo economico e reddituale del soggetto risultante dall'Operazione;
- f) produzione di esternalità positive sulla struttura organizzativa e sul modello operativo, attraverso l'abilitazione di specifici percorsi di valorizzazione e crescita interna delle risorse nel contesto di gruppo e del progetto rappresentato, con impatto positivo per il personale e conseguente miglioramento della produttività attesa del nuovo soggetto;
- g) miglioramento delle prospettive reddituali dell'investimento per gli attuali azionisti di BPV nell'ambito di un gruppo di più ampio respiro interregionale, con una più stabile e sostenibile aspettativa di redditività.

Come riportato dagli Amministratori di BPV, la prospettata operazione di Fusione risponde alle esigenze di mantenimento dei requisiti minimi patrimoniali di vigilanza previsti dalla normativa vigente.

Sin dal 2018 gli Amministratori di BPV avevano ritenuto non più eludibile ed improrogabile il perfezionamento di un'operazione straordinaria di *partnership* con un altro istituto bancario e, in tale contesto, era avvenuta la trasformazione in società per azioni di BPV.

Come rilevato dagli Amministratori di BPV, una carenza strutturale di patrimonio di BPV avrebbe compromesso la continuità aziendale di BPV, nonché la capacità di continuare a operare su base *stand alone*, rendendo improrogabile l'aggregazione con un istituto bancario di elevato *standing* al fine di combinare le risorse necessarie al riequilibrio gestionale ed al rilancio operativo con un adeguato patrimonio di vigilanza.

Tali incertezze, secondo gli Amministratori dell'Incorporanda, avrebbero pertanto potuto essere ragionevolmente superate attraverso l'attuazione di un'operazione di aggregazione, anche tenuto conto delle sollecitazioni e raccomandazioni pervenute più volte all'Incorporanda dall'Autorità di Vigilanza.

In tale contesto, come riportato dagli Amministratori di BPV la prospettata Fusione con BLU risulta fondamentale per assicurare una stabile continuità operativa di BPV alla luce della presente situazione patrimoniale.

Come indicato nella Relazione degli Amministratori BPV, è ragionevole supporre che il mancato perfezionamento dell'Operazione possa determinare l'assunzione di conseguenti misure da parte dell'Autorità di Vigilanza.

Condizioni sospensive dell'efficacia della Fusione

Ai sensi dell'Accordo Quadro, la sottoscrizione dell'atto di Fusione e l'esecuzione degli ulteriori atti collegati alla stessa sono sospensivamente condizionati:

- al rilascio delle necessarie autorizzazioni da parte dell'Autorità di Vigilanza;
- al positivo decorso del termine di opposizione da parte dei creditori delle Banche;
- alla cessazione degli obblighi di esclusiva, in quanto incompatibili con l'operatività attuale e prospettica di BLU previsti in taluni contratti di segnalazione, promozione, offerta e collocamento di prodotti di società terze sottoscritti da BPV o, in alternativa, allo scioglimento dei medesimi per mutuo consenso. Tale condizione sospensiva è posta nel solo ed esclusivo interesse di BLU, la quale pertanto avrà il diritto di rinunciare unilateralmente, in tutto o in parte, all'avveramento della medesima.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BPV convocata in data 20 novembre 2022 e della convocanda Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BLU.

1.2 Natura e portata della presente Relazione

La presente Relazione, redatta ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile, ha la finalità di illustrare i metodi seguiti dagli Amministratori di BLU e BPV, le eventuali difficoltà dagli stessi incontrate nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché le nostre considerazioni sull'adequatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche, anche sulla base delle indicazioni degli Advisor, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Banche stesse. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori di BLU e BPV, avvalendosi dell'assistenza fornita dagli Advisor.

Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono 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.

2 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro, abbiamo ottenuto direttamente da BLU, anche per il tramite di BPL, e da BPV i documenti e le informazioni ritenute utili ai fini del nostro incarico. Più in particolare, abbiamo ottenuto la seguente documentazione principale:

- Il Progetto di Fusione approvato dagli Amministratori di BPV e BLU rispettivamente in data 20 giugno 2022 e 23 giugno 2022 che fa riferimento alle situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile rappresentate dai bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2021 delle Banche corredati dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione (Ria Grand Thornton S.p.A. per BPV e Deloitte & Touche S.p.A. per BLU).
- Le Relazioni degli Amministratori approvate dagli Amministratori di BPV e BLU rispettivamente in data 26 settembre 2022 e in data 21 settembre 2022, nonché le rispettive bozze forniteci in via preliminare, nell'ambito dello svolgimento del presente incarico.
- Statuti sociali delle Banche.
- Documento denominato "Considerazioni valutative nell'ambito della potenziale acquisizione di Banca Popolare Valconca" emesso da KPMG a maggio 2022 a supporto degli Amministratori di BLU nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio.

- Fogli di lavoro predisposti da KPMG nell'ambito delle analisi e considerazioni valutative a supporto degli Amministratori di BLU per la determinazione del Rapporto di Cambio.
- Documento denominato "Project Banca Popolare Valconca S.p.A. – Financial due diligence" emesso da KPMG S.p.A. in data 23 maggio 2022 a supporto degli Amministratori di BLU riportante le risultanze della *due diligence* contabile, finanziaria e fiscale su BPV.
- Documento denominato "Project Crustumium – Due Diligence Report - Draft" emesso da TLS Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti (PwC Tax and Legal Services) in data 4 maggio 2022 a supporto degli Amministratori di BLU e riportante le risultanze delle *due diligence* su BPV.
- *Fairness opinion* denominata "Financial Fairness Opinion sulla congruità finanziaria del corrispettivo offerto da Banca Popolare del Lazio S.p.a. per una possibile fusione per incorporazione di Banca Popolare Valconca S.p.A. in Blu Banca S.p.A." emessa dai Professori in data 10 maggio 2022 a supporto degli Amministratori di BPV nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio.
- Documento predisposto dai Professori a supporto della relativa *fairness opinion* denominato "Parere sul rapporto teorico di cambio in una prospettata operazione di fusione tra Banca Popolare Valconca S.p.A. e Blu Banca S.p.A. - Sintesi delle analisi valutative alla base della *Financial Fairness Opinion*", riportante il dettaglio delle analisi valutative svolte.
- Documento denominato "Project Crustumium – Financial & Tax Due Diligence" emesso da Grant Thornton FDD S.r.l. in data 4 maggio 2022 a supporto degli Amministratori di BPV e riportante le risultanze delle *due diligence* su BLU.
- Offerta Vincolante invitata da BPL e BLU a BPV in data 9 maggio 2022 e successivamente modificata in data 13 maggio 2022.
- Risposta di BPV dell'11 maggio 2022 all'Offerta Vincolante del 9 maggio 2022.
- Comunicati stampa congiunti del 16 maggio 2022 e del 23 giugno 2022 in merito all'approvazione dell'Operazione e del Progetto di Fusione da parte degli Amministratori delle Banche.
- Verbale ed estratto del verbale del Consiglio di Amministrazione di BPV rispettivamente del 16 maggio 2022 e del 20 giugno 2022 relativi all'accettazione dell'Offerta Vincolante e all'approvazione dell'Accordo Quadro e del Progetto di Fusione.
- Estratti verbale del Consiglio di Amministrazione di BLU del 23 giugno 2022 relativo all'approvazione dell'Accordo Quadro e del Progetto di Fusione e del 7 luglio 2022 relativo alla individuazione del consigliere da proporre a BPV per la cooptazione.
- Verbale di consegna del fascicolo ispettivo in relazione agli accertamenti ispettivi condotti dalla Banca d'Italia presso BPV nel periodo dal 9 dicembre 2021 al 18 marzo 2022 e notificato alla Incorporanda in data 26 maggio 2022 (gli "Accertamenti Ispettivi").
- Accordo Quadro sottoscritto dalle Banche e da BPL in data 24 giugno 2022.
- Considerazioni degli Amministratori di BPV del 25 luglio 2022 sui rilievi e le osservazioni formulati dalla Banca d'Italia in esito agli accertamenti ispettivi.
- Istanza per l'autorizzazione alla fusione per incorporazione di BPV in BLU inviata da BPL in data 26 luglio 2022, comprensiva del relativo allegato tecnico.
- Provvedimento Banca d'Italia datato 5 ottobre 2022, avente ad oggetto "Fusione per incorporazione della "Banca Popolare Valconca" nella "Blu Banca" (Gruppo Banca Popolare del Lazio) e connesse modifiche statutarie".

Inoltre, sempre per le specifiche finalità della presente Relazione, abbiamo ottenuto la seguente ulteriore documentazione:

- Il bilancio consolidato di BPL al 31 dicembre 2021, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A.
- Rendiconto semestrale di BPV al 30 giugno 2022.
- Prospetti contabili al 30 giugno 2022 di BLU e Prospetto dei Fondi Propri, Requisiti Prudenziali e Coefficienti di Vigilanza al 30 giugno 2022 di BLU.
- Prospetti contabili consolidati al 30 giugno 2022 di BPL, comprensivi di indicazioni in merito ai fondi propri e alla qualità degli attivi.
- Resoconto ICAAP e ILAAP relativo all'esercizio 2021 del Gruppo BPL approvato dagli Amministratori di BPL in data 27 aprile 2022.
- Resoconto ICAAP e ILAAP relativo all'esercizio 2021 di BPV approvato dagli Amministratori di BPV in data 29 aprile 2022.
- *SREP Letter* inviata da Banca di Italia a BPL in data 11 febbraio 2020 recante la decisione sul capitale regolamentare.
- *SREP Letter* inviata da Banca di Italia a BPV in data 20 febbraio 2020 recante la decisione sul capitale regolamentare.
- Report della funzione di Risk Management di BPV per il Consiglio di Amministrazione e Collegio Sindacale n.5/2022 – Valutazione Fair Value Fondi FIA del 17 febbraio 2022.
- Simulazione test ex art. 172 comma 7 del Testo Unico delle imposte sui Redditi ("TUIR"). delle imposte differite attive ("DTA") di BPV.

Abbiamo altresì utilizzato ulteriori elementi contabili e statistici, fogli di lavoro e ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente Relazione.

Abbiamo, infine, ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere rilasciate da BPV e BLU in data 5 ottobre 2022, a firma dei rispettivi legali rappresentanti, che esplicita tra gli altri che per quanto a rispettiva conoscenza degli Amministratori delle Banche, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente Relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni sottostanti la determinazione del Rapporto di Cambio, approvato dagli Amministratori di BPV e BLU rispettivamente in data 20 giugno 2022 e 23 giugno 2022, che comportino una variazione dello stesso.

3 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche per la determinazione del Rapporto di Cambio

3.1 Premessa

Ai fini della prospettata Fusione, gli Amministratori di BPV e BLU hanno determinato il seguente Rapporto di Cambio: n. 1 azione BLU per ogni n. 282 azioni BPV.

Come precedentemente riportato, nell'ambito delle proprie attività e ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio: (i) gli Amministratori di BLU si sono fatti supportare da KPMG per le analisi valutarie; (ii) gli Amministratori di BPV hanno richiesto ai Professori il rilascio di una *fairness opinion* sul Rapporto di Cambio individuato e ne hanno tenuto conto ai fini delle proprie determinazioni. Ai fini dell'individuazione del Rapporto di Cambio è stato fatto riferimento a metodologie valutarie ritenute applicabili, avuto riguardo alla migliore dottrina e prassi professionale, tenuto conto dei dati e delle informazioni disponibili.

In particolare, le metodologie di valutazione sono state individuate e adottate dagli Amministratori delle Banche esclusivamente con l'obiettivo di ricavare una stima comparativa dei valori dei capitali economici di BPV e BLU, dando preminenza all'omogeneità e comparabilità dei criteri adottati.

Pertanto, le valutazioni effettuate dagli Amministratori delle Banche sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori di BPV e BLU, e non di determinare il valore assoluto delle Banche singolarmente considerate. Le valutazioni effettuate dagli Amministratori delle Banche vanno pertanto intese unicamente in termini relativi e con esclusivo riferimento alla prospettata Fusione e, in nessun caso, sono da prendere a riferimento in un differente contesto.

Alla luce di tali considerazioni, sono state individuate le seguenti metodologie valutative:

- Quotazioni di Mercato osservate sul mercato Hi-Mtf.
- Analisi di Regressione multivariata.

L'applicazione di tali metodologie è stata effettuata assumendo la continuità gestionale delle Banche.

3.2 Descrizione e applicazione dei metodi di valutazione

Le Quotazioni di Mercato osservate sul mercato Hi-Mtf

Il metodo delle Quotazioni di Mercato rappresenta un approccio di rilevazione diretta e consiste nel riconoscere all'azienda in esame un valore basato sui prezzi espressi dal relativo titolo sul mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate.

Nello specifico, per BPV sono state considerate le quotazioni direttamente osservate sul segmento *Order Driven* del mercato gestito da Hi-Mtf Sim. Con riferimento a BLU, tenuto conto che, a differenza delle azioni della controllante BPL, le azioni dell'Incorporante non risultano quotate sul suddetto mercato, gli Amministratori delle Banche hanno fatto riferimento alle quotazioni osservabili con riferimento a BPL, in considerazione dell'appartenenza al medesimo gruppo bancario, della relativa incidenza di BLU all'interno del Gruppo BPL e dell'interessenza - pressoché totalitaria (99,55%) - detenuta da BPL in BLU.

In particolare, ai fini della determinazione del valore di BLU, gli Amministratori delle Banche hanno fatto riferimento (i) al moltiplicatore implicito sul patrimonio netto tangibile ("Price/Tangible Book Value" o "P/TBV") determinato con riferimento alla quotazione della controllante BPL e (ii) applicato tale moltiplicatore alla corrispondente posta patrimoniale di BLU.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodologia, gli Amministratori di BLU, supportati da KPMG, hanno fatto riferimento alle quotazioni di BPV e BPL osservate nel mese di marzo 2022, mentre gli Amministratori di BPV, sulla base delle analisi svolte dai Professori, hanno considerato i valori di quotazione minimi e massimi osservati mensilmente nel periodo compreso tra aprile 2021 e aprile 2022.

L'Analisi di Regressione multivariata

Il criterio della regressione lineare determina il valore del capitale in funzione della correlazione statistica esistente tra una variabile dipendente e diverse variabili indipendenti, dette anche regressori.

Nel caso specifico, l'Analisi di Regressione multivariata è stata applicata considerando campioni di banche quotate sui mercati borsistici e facendo riferimento quale variabile dipendente al moltiplicatore P/TBV e quali variabili indipendenti a: (i) il livello di patrimonializzazione (CET1 ratio); (ii) la qualità degli attivi in termini di incidenza dei crediti deteriorati sul totale crediti (*non performing exposures ratio* - NPE ratio) e (iii) la redditività in relazione al patrimonio netto tangibile (*return on tangible equity* - ROTE).

In base a questa metodologia, nel caso di specie, il valore dell'entità oggetto di valutazione deriva dalla seguente formula:

$$P/TBV = \beta_0 + \beta_1 * CET1\ ratio + \beta_2 * NPE\ ratio + \beta_3 * ROTE$$

dove:

P/TBV = variabile dipendente;

β_0 = intercetta, cioè il valore del P/TBV quando le variabili indipendenti sono pari a 0;

$\beta_1 / \beta_2 / \beta_3$ = coefficienti di regressione che rappresentano la variazione del P/TBV rispetto alla variazione di una unità dei regressori.

In considerazione di quanto sopra riportato, alla luce dei rispettivi valori relativi alle variabili indipendenti di BLU e BPV, ai fini della determinazione dei valori delle Banche sono stati moltiplicati i risultati ottenuti dalla regressione lineare (P/TBV), ai rispettivi patrimoni netti tangibili.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodologia, gli Amministratori di BLU, con il supporto di KPMG, hanno considerato un campione di banche commerciali quotate sul mercato gestito da Borsa Italiana. In tale contesto, gli Amministratori dell'Incorporante hanno fatto riferimento alle quotazioni medie annuali di tali istituti osservati a partire dalla data del 31 marzo 2021.

Gli Amministratori di BPV, invece, sulla base delle analisi svolte dai Professori, hanno fatto riferimento sia (i) ad un campione di banche quotate sul mercato gestito da Borsa Italiana osservando le quotazioni puntuali alla data del 31 dicembre 2021 e del 6 maggio 2022 che (ii) ad un campione di istituti bancari i cui titoli sono negoziati sul mercato gestito da Hi-Mtf Sim facendo riferimento a quotazioni medie mensili del mese di dicembre 2021, quotazioni medie mensili del mese di aprile 2022 e quotazioni puntuali al 29 aprile 2022.

4 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori di BPV e BLU

Sulla base delle risultanze ottenute dalle valutazioni dei propri Advisor e delle negoziazioni intercorse tra le Banche nel corso del secondo trimestre 2022, i Consigli di Amministrazione di BPV e di BLU hanno concordato sul seguente Rapporto di Cambio:

n. 1 azione BLU ogni n. 282 azioni BPV

Il Rapporto di Cambio non è soggetto ad aggiustamenti o conguagli.

Come descritto, le situazioni patrimoniali di riferimento delle Banche, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile, sono rappresentate dai bilanci di esercizio chiuso al 31 dicembre 2021, approvati dalle assemblee degli azionisti e oggetto di revisione contabile da parte delle rispettive società di revisione incaricate. Gli Amministratori riportano come non siano intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo delle Banche, successivamente al 31 dicembre 2021, tali da modificare il quadro informativo, come anche evidenziato dai dati contabili al 30 giugno 2022.

5 Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dagli Amministratori

5.1 Limiti e difficoltà di riscontrati dagli Amministratori di BPV

I principali limiti e difficoltà riportati nella Relazione degli Amministratori BPV, nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio possono essere così sintetizzate:

- Mancato utilizzo di ulteriori metodi valutativi di natura analitica e, in particolar modo il *Dividend Discount Model*, in assenza di un piano industriale aggiornato e quindi di dati previsionali ritenuti rappresentativi della *performance* prospettica di BPV, anche in ragione degli Accertamenti Ispettivi.
- Il riferimento ai prezzi negoziati sul segmento *Order Driven* del mercato Hi-Mtf per le azioni BPV e BPL. In particolare, i prezzi di mercato risultano influenzati dalle condizioni di liquidità ed efficienza che caratterizzano il mercato di riferimento.
- Le Banche presentano profili, di attività ed economico-finanziari, che le rendono limitatamente comparabili tra loro e con le società quotate operanti nel medesimo settore o segmento di attività considerate comparabili.
- Con riferimento alla metodologia dell'Analisi di Regressione multivariata, sono state selezionate società comparabili in ragione dell'affinità ad uno o più *business* o di alcune caratteristiche operative delle Banche, che sono state ritenute rilevanti per le analisi svolte. Tuttavia, le differenze nelle dimensioni, prospettive di crescita, livello di redditività, presenza geografica, stagionalità del business, grado di rischio operativo impattano sul livello di confrontabilità tra BPV e BLU e le società considerate "comparabili" nell'ambito dell'applicazione di suddette metodologie.

5.2 Limiti e difficoltà di riscontrati dagli Amministratori di BLU

Come riportato nella Relazione degli Amministratori BLU, le conclusioni a cui gli Amministratori sono giunti devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà, tra cui:

- L'assenza di dati previsionali rappresentativi della *performance* prospettica di BPV.
- L'assenza dei citati dati previsionali non ha permesso l'utilizzo di metodi valutativi di natura analitica. Nello specifico, non è stato possibile utilizzare il *Dividend Discount Model*, ritenuto dalla prassi di generale applicazione su società bancarie, in quanto il medesimo richiede l'analisi dati prospettici.
- L'applicazione del metodo di valutazione Hi-MTF ha comportato l'utilizzo di dati inerenti a quotazioni su un mercato dei capitali connotato da un contenuto livello di scambi giornalieri.
- L'utilizzo della regressione lineare multivariata porta con sé alcune criticità che vanno prese in considerazione quali:
 - numero di variabili indipendenti, poiché un numero non adeguato potrebbe portare a risultati distorti;
 - linearità, in quanto si presume che la variabile di risposta sia quella che dipende linearmente dalle variabili esplicative. Se la risposta non sembra essere lineare, i componenti non lineari devono essere inseriti nel modello;
 - infine, le osservazioni anomale devono essere accuratamente identificate e, se necessario, scartate, poiché queste potrebbero avere un impatto anche significativo sul risultato finale.

6 Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

6.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 2.

- Analisi del Progetto di Fusione approvato dagli Amministratori di BPV e BLU.
- Presa visione dell'Offerta Vincolante del 9 maggio 2022 (successivamente modificata il 13 maggio 2022), nonché della relativa risposta dell'Incorporanda in data 16 maggio 2022.
- Analisi dei documenti degli Advisor a supporto dei Consigli di Amministrazione delle Banche nell'ambito della definizione del Rapporto di Cambio.
- Presa visione del report di *due diligence* legale di PwC Tax and Legal Services su BPV.
- Presa visione del report di *due diligence* contabile, finanziaria e fiscale di KPMG S.p.A. su BPV.
- Presa visione del report di *due diligence* finanziaria e fiscale di Grant Thornton FDD S.r.l. su BLU.
- Presa visione test ex art. 172 comma 7 del Testo Unico delle imposte sui Redditi ("TUIR"). delle imposte differite attive ("DTA") di BPV.
- Lettura dei comunicati stampa congiunti del 16 maggio 2022 e del 23 giugno 2022 in merito all'approvazione dell'Operazione e del Progetto di Fusione.
- Lettura degli estratti dei verbali del Consiglio di Amministrazione di BLU del 23 giugno 2022 e del 7 luglio 2022 relativi all'approvazione dell'Accordo Quadro.
- Lettura degli estratti dei verbali del Consiglio di Amministrazione di BPV del 16 maggio 2022 e del 20 giugno 2022 relativi all'accettazione dell'Offerta Vincolante e all'approvazione dell'Accordo Quadro.
- Lettura dell'Accordo Quadro.
- Lettura del verbale di consegna del fascicolo ispettivo in relazione agli accertamenti ispettivi condotti dalla Banca d'Italia presso BPV nel periodo dal 9 dicembre 2021 al 18 marzo 2022 e notificato alla Incorporanda in data 26 maggio 2022.
- Lettura delle considerazioni degli Amministratori di BPV del 25 luglio 2022 sui rilievi contenuti negli Accertamenti Ispettivi.
- Lettura dell'istanza per l'autorizzazione alla Fusione trasmessa alla Banca d'Italia il 26 luglio 2022.
- Lettura Provvedimento Banca d'Italia datato 5 ottobre 2022, avente ad oggetto "Fusione per incorporazione della "Banca Popolare Valconca" nella "Blu Banca" (Gruppo Banca Popolare del Lazio) e connesse modifiche statutarie".
- Analisi delle Relazioni degli Amministratori di BPV e BLU redatte ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile - approvate rispettivamente in data 26 settembre 2022 e 21 settembre 2022- e riscontro del loro sostanziale allineamento alle bozze precedentemente forniteci.

6.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

- Verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in merito ai metodi valutativi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

- Analisi critica dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche, nonché raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione dei valori economici comparabili di BLU e BPV al fine della determinazione del Rapporto di Cambio.
- Verifica, attraverso ricalcolo, dei risultati dei modelli valutativi e delle analisi di sensitività e verifica della sostanziale correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione dell'intervallo di valori del Rapporto di Cambio sulla base delle metodologie adottate.
- Analisi dell'andamento delle quotazioni dei titoli BPV e BPL sul segmento Order Driven del mercato Hi-Mtf, del relativo indice di volatilità e di turnover in vari differenti intervalli temporali sino a date prossime all'emissione della presente Relazione.
- Sviluppo di analisi di sensitività e autonome considerazioni, per le presenti finalità, tratte dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione e delle condizioni di mercato osservabili alla data di emissione della presente Relazione.
- Discussione con il management delle Banche e con i rispettivi Advisor incaricati circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate.
- Verifica della coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e con la documentazione utilizzata indicata al precedente paragrafo 2.
- Raccolta di informazioni, attraverso colloqui con il *management* delle Banche, circa gli eventi verificatisi dopo la determinazione del Rapporto di Cambio, con riferimento ad eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni svolte dagli Amministratori.

6.3 Lavoro svolto sui bilanci al 31 dicembre 2021 e sulle situazioni semestrali al 30 giugno 2022 delle Banche

- Come indicato in precedenza, i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2021 delle Banche corredati dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale, assunti ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile quale base di riferimento nel Progetto di Fusione, sono stati assoggettati a revisione contabile da parte della società di revisione (Ria Grand Thornton S.p.A. per BPV e Deloitte & Touche S.p.A. per BLU). I prospetti contabili al 30 giugno 2022 di BLU sono stati assoggettati a revisione contabile limitata da parte di Deloitte & Touche S.p.A.. Il rendiconto semestrale al 30 giugno 2022 di BPV non è stato assoggettato ad alcuna revisione contabile.

In relazione a tali bilanci, prospetti e rendiconti come sopra indicati, sono state da noi svolte talune procedure limitate, che sono consistite principalmente in incontri e discussioni con il *management* delle Banche e con i rappresentanti delle società di revisione incaricate della revisione legale delle stesse, al fine di analizzare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione. Le procedure svolte hanno incluso analisi critiche delle principali voci di bilancio, anche attraverso l'accesso alle carte di lavoro dei revisori, in formato elettronico così come custoditi nei propri sistemi di raccolta della documentazione probativa delle attività di revisione, nella misura necessaria al raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con il *management* delle Banche, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alla data di chiusura della situazione patrimoniale ex art. 2501 *quater* del Codice Civile, che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame, inclusa l'analisi dei prospetti contabili e dei rendiconti al 30 giugno 2022, e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

- Abbiamo infine ottenuto, tra le altre, l'attestazione che per quanto a conoscenza degli Amministratori di BLU e di BPV, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente Relazione non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo che comportino variazioni significative alle assunzioni sottostanti il Rapporto di Cambio determinato nell'ambito della Fusione.

7 Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche per la determinazione del Rapporto di Cambio

7.1 Considerazioni generali

Riteniamo opportuno sottolineare come la finalità principale del processo valutativo adottato dagli Amministratori di BPV e di BLU, anche per il tramite dei rispettivi Advisor incaricati, consista in una stima dei valori economici relativi alle Banche coinvolte nella Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei. 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 unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Ciò preliminarmente chiarito, il giudizio sui metodi, oggetto della presente Relazione, è da considerarsi distinto da eventuali valutazioni in ordine all'opportunità e/o convenienza dell'operazione di Fusione e/o in ordine ai vantaggi che la prospettata Fusione può comportare in termini di "creazione di valore".

7.2 Considerazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche

Si riportano di seguito le considerazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori con il supporto dei rispettivi Advisor.

- Le Relazioni degli Amministratori non forniscono alcuni dettagli in merito alle modalità applicative delle metodologie di valutazione adottate e ai relativi parametri. Ai fini del nostro lavoro, così come riportato nel precedente paragrafo 2, abbiamo tuttavia ricevuto la documentazione e i dettagli ritenuti necessari allo svolgimento del nostro incarico.
- Le valutazioni sono state sviluppate in una prospettiva di continuità aziendale delle due Banche. Peraltro, come riportato dagli Amministratori di BPV, in assenza della prospettata Fusione: (i) la carenza strutturale di patrimonio dell'Incorporanda ne comprometterebbe la continuità aziendale e la relativa capacità operativa e (ii) l'Autorità di Vigilanza potrebbe determinare l'assunzione di misure conseguenti. Tali criticità in merito al rispetto dei requisiti di patrimonializzazione, nonché – più in generale – in merito alla continuazione dell'operatività dell'Incorporanda emergono esplicitamente dalla relazione della Banca d'Italia a seguito degli accertamenti ispettivi condotti nel periodo dal 9 dicembre 2021 al 18 marzo 2022.
- In tale contesto, entrambe le Banche, in linea con le indicazioni della migliore dottrina e prassi professionale, hanno fatto ricorso ad una pluralità di metodologie valutative, sottoponendo a verifica sostanziale i risultati derivanti dall'applicazione dei singoli metodi. In particolare, gli Amministratori delle Banche hanno svolto – in modo indipendente e con il supporto degli Advisor incaricati – le rispettive analisi valutative, adottando nella sostanza il medesimo approccio, sviluppato con scelte applicative parzialmente differenti.

- Complessivamente, le valutazioni del capitale economico di BPV e BPV sono state effettuate utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale nel settore di riferimento.
- Nell'ambito dell'approccio seguito, non è stato tuttavia adottato il metodo *Dividend Discount Model*. Si tratta di un metodo di valutazione analitico di comune e generale applicazione in ambito bancario. Come rappresentato nelle Relazioni degli Amministratori, non è stato possibile applicare tale metodologia a causa dell'indisponibilità di dati previsionali ritenuti rappresentativi della *performance* prospettica di BPV in relazione alla finalità valutativa perseguita, anche in ragione della verifica ispettiva da parte dell'Autorità di Vigilanza.
- Nel loro complesso, le metodologie valutative adottate dagli Amministratori permettono di tenere conto (i) dei valori direttamente riconosciuti dal mercato, (ii) del livello di redditività delle Banche, (iii) della qualità dei rispettivi attivi, (iv) degli specifici livelli di patrimonializzazione e (v) delle indicazioni di valore fornite dai mercati finanziari, direttamente e indirettamente attraverso l'osservazione di realtà ritenute comparabili.
- Il metodo delle Quotazioni di Mercato osservate sulla piattaforma Hi-Mtf appare nella sostanza adeguato in quanto rappresenta un'evidenza diretta del valore mediamente riconosciuto dal mercato alle Banche. Il riferimento alle quotazioni dirette dei titoli delle società oggetto dell'operazione è frequentemente osservato nella prassi valutativa in contesti simili. In tale contesto, appare inoltre adeguata la stima del valore di BLU in funzione del multiplo implicito riscontrato nella quotazione di BPL, tenuto conto dell'incidenza dell'Incorporante all'interno del Gruppo BPL (quasi l'80% in termini di raccolta e impieghi e c. 87% in termini di totale filiali), nonché della circostanza che il capitale sociale di BLU risulta quasi interamente detenuto da BPL stessa.
- L'Analisi di Regressione multivariata è comunemente utilizzata nella prassi valutativa. Tale metodologia, secondo le modalità applicative adottate, ha consentito di tenere conto in modo integrato dei principali *driver* del valore considerati nella prassi professionale sul mercato bancario: qualità degli attivi, redditività, dotazione patrimoniale. L'adozione di tale metodologia valutativa appare pertanto nella sostanza adeguata alle specifiche circostanze, in quanto consente di tenere conto - rispetto ai *driver* del valore identificati - sia delle indicazioni del mercato, sia delle specificità delle Banche.
- Le metodologie adottate presentano tuttavia dei limiti, peraltro rappresentati nelle Relazioni degli Amministratori e precedentemente riportati al paragrafo 5, segnatamente con riferimento a:
 - condizioni di liquidità del mercato Hi-Mtf, caratterizzato da limitati volumi di scambio dei titoli;
 - limitato livello di comparabilità di BLU e BPV con altre banche quotate sul mercato borsistico in termini di dimensione, modello operativo, presenza geografica, redditività, patrimonializzazione e grado di rischio operativo.
- Nonostante tali limiti, le modalità applicative seguite nello sviluppo delle metodologie hanno consentito nella sostanza di rispettare criteri di omogeneità e quindi di confrontabilità dei valori ottenuti per le due Banche, ai fini della determinazione di valori relativi nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio.
- Nello sviluppo delle metodologie descritte, KPMG ha fatto riferimento a quotazioni medie osservate lungo un orizzonte temporale pari a un mese ovvero 12 mesi, mentre i Professori hanno adottato sia rilevazioni puntuali sia medie osservate lungo un orizzonte temporale di un mese. Gli Advisor hanno inoltre adottato date di riferimento diverse per la rilevazione dei parametri valutativi. Entrambi gli Advisor, nell'ambito delle specifiche scelte applicative adottate, hanno sviluppato i metodi in modo omogeneo e coerente. Peraltro, nella prassi si

osserva frequentemente il ricorso a medie con le finalità di mitigare eventuali effetti derivanti da particolari condizioni di mercato.

- Nell'ambito dell'applicazione dell'Analisi di Regressione multivariata abbiamo riscontrato i seguenti elementi:
 - ai fini della rilevazione dei parametri valutativi, gli Advisor hanno considerato campioni differenti di banche quotate sul mercato borsistico. In particolare, il campione adottato dai Professori comprende anche banche specializzate, oltre alle banche commerciali considerate anche da KPMG. In ogni caso, i campioni e i relativi parametri valutativi sono stati applicati dagli Advisor in modo omogeneo e coerente per le due Banche;
 - i Professori hanno inoltre applicato la metodologia dell'Analisi di Regressione multivariata anche con riferimento ad un campione di istituti bancari quotati sulla piattaforma Hi-Mtf. Tale campione da un lato include realtà contraddistinte da maggiori elementi di confrontabilità con le Banche, tuttavia dall'altro evidenzia una limitata significatività statistica dei coefficienti di correlazione nell'ambito della metodologia in esame;
 - nell'applicazione del metodo, KPMG ha effettuato specifiche considerazioni in merito al possibile impatto, rispetto ai valori contabili, derivante dall'eventuale cessione sul mercato delle quote dei fondi di investimento alternativi creditizi detenute da BPV e ricevute nell'ambito delle operazioni di conferimento dei crediti deteriorati avvenute nel corso del 2020; i Professori non hanno effettuato tali specifiche considerazioni né apportato alcun elemento di normalizzazione o di rettifica ai saldi contabili dell'Incorporanda.
- Nell'ambito delle nostre attività abbiamo sviluppato analisi di sensitività al fine di verificare la variabilità dei risultati ottenuti dagli Advisor al variare delle principali assunzioni valutative. In particolare, in tale ambito abbiamo, tra le altre, osservato la variabilità derivante dall'osservazione di quotazioni medie rilevate lungo diversi orizzonti temporali e più prossimi all'emissione della Relazione, nonché dalle più recenti situazioni economiche e patrimoniali predisposte delle Banche.
- Ai fini della definizione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno tenuto conto del complessivo quadro dei risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie valutative e delle negoziazioni intercorse fra le parti nel secondo trimestre 2022. In particolare, gli Amministratori di BPV esplicitano nella loro relazione di aver tenuto conto delle risultanze ottenute dall'applicazione delle diverse metodologie, delle condizioni del mercato di riferimento, del contesto della Fusione - anche in termini di dinamica patrimoniale prospettica - e degli scenari alternativi descritti nella relazione stessa.
- Nella Relazioni degli Amministratori è inoltre precisato come non siano intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo delle Banche, successivamente alla situazione patrimoniale presa a riferimento ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, ossia il bilancio di esercizio chiuso alla data del 31 dicembre 2021, tali da modificare il quadro informativo, come anche evidenziato dai dati contabili al 30 giugno 2022.
- Come riportato nella Relazione degli Amministratori BLU, sulla base del Rapporto di Cambio e ad esito della Fusione, agli attuali azionisti di BPV sarà attribuito un'interessenza massima pari al 7% del capitale sociale della società risultante dalla Fusione, con contestuale previsione di emissione di massime n. 37.501 nuove azioni ordinarie.

8 Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, fatte salve le considerazioni effettuate dagli Amministratori delle Banche e riportate al precedente paragrafo 5, abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, nonché nell'attuale contesto di mercato.

Ciò premesso, si evidenziano gli aspetti specifici di seguito indicati:

- BPV versa in una situazione di particolare criticità – da un punto di vista sia patrimoniale sia operativo - così come riportato dagli Amministratori dell'Incorporanda e come emerge dagli Accertamenti Ispettivi. In particolare, come riportato nella Relazione degli Amministratori BPV, la Fusione appare fondamentale per l'Incorporanda al fine di assicurarne la continuità operativa alla luce della presente situazione patrimoniale. Inoltre, sempre gli Amministratori di BPV ritengono ragionevole supporre come il mancato perfezionamento dell'Operazione potrebbe determinare l'assunzione di conseguenti misure da parte dell'Autorità di Vigilanza.
- Le stime effettuate dagli Amministratori delle Banche risentono delle specificità e dei limiti propri dei diversi metodi di valutazione utilizzati. In particolare, le diverse metodologie valutative applicate hanno richiesto in alcuni casi l'utilizzo di assunzioni ed ipotesi soggettive, applicate peraltro in maniera coerente ed omogenea ad entrambe le Banche.
- Come indicato dagli Amministratori, nell'ambito dell'Operazione non erano disponibili dati previsionali rappresentativi della *performance* prospettica di BPV. Tale indisponibilità non ha pertanto consentito l'utilizzo di metodologie analitiche fondamentali basate sulle aspettative economiche e finanziarie delle Banche, quale il metodo *Dividend Discount Model*, metodologia comunemente adottata nella prassi valutativa nel settore bancario. Peraltro, gli Amministratori hanno fatto riferimento ad una pluralità di metodologie di mercato (Quotazioni di Mercato e Analisi di Regressione multivariata) che hanno consentito, da un lato, di tenere conto del valore implicitamente riconosciuto dal mercato alle Banche oggetto della prospettata Fusione e, dall'altro, di considerare le specificità proprie di BLU e BPV con riferimento alla qualità degli attivi (NPE ratio), alla redditività (ROTE) e alla dotazione patrimoniale (CET1 ratio) in relazione al mercato borsistico bancario.
- I metodi di valutazione adottati sono razionali e non arbitrari in quanto presentano consolidate basi dottrinali e sono comunemente utilizzati nella prassi valutativa. Tuttavia, la scelta dell'impianto valutativo è stata condizionata dalla base informativa disponibile e in particolare dall'indisponibilità di dati prospettici. La valutazione sviluppata dagli Amministratori rappresenta pertanto - in modo diretto e indiretto, attraverso le metodologie adottate - la configurazione economica e patrimoniale delle Banche come risultante alla data di riferimento della stima, senza considerazioni in merito alla sua possibile evoluzione futura.
- Le valutazioni effettuate dagli Amministratori con il supporto dei rispettivi Advisor sono state sviluppate anche sulla base di parametri di mercato che presentano ineliminabili profili di incertezza e variabilità in generale e, in particolare, nell'attuale contesto contraddistinto dalle forti tensioni internazionali dovute al conflitto russo-ucraino. L'evoluzione di tale conflitto non è ad oggi prevedibile e non sono di conseguenza stimabili le sue ripercussioni sul contesto economico, finanziario, politico e sociale che potrebbero avere un impatto e modificare, anche in modo significativo, i dati e i parametri adottati dagli Amministratori nell'ambito delle proprie considerazioni in merito al Rapporto di Cambio.
- Come riportato al precedente punto 1.1, la Fusione è soggetta anche alla condizione sospensiva relativa alla cessazione degli obblighi previsti in taluni contratti sottoscritti da BPV o, in alternativa, allo scioglimento dei medesimi per mutuo consenso. Nell'ambito delle valutazioni svolte dagli Amministratori delle Banche con il supporto dei rispettivi Advisor non sono stati considerati eventuali potenziali impatti derivanti da tale condizione sospensiva, peraltro rinunciabile unilateralmente da parte di BLU.

9 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente Relazione, fermo restando quanto segnalato al precedente paragrafo 8, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di BLU e BPV 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:

n. 1 azione Blu Banca S.p.A. ogni n. 282 azioni Banca Popolare Valconca S.p.A.

Roma, 5 ottobre 2022

EY S.p.A.



Wassim Abou Said
(Revisore Legale)