



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE  
PER INCORPORAZIONE DI BANCA POPOLARE VALCONCA SPA IN  
AMMINISTRAZIONE STRAORDINARIA IN CHERRY BANK SPA AI SENSI  
DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di  
Cherry Bank SpA

Agli Azionisti di  
Banca Popolare Valconca SpA in amministrazione straordinaria

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

A seguito dell'istanza di nomina congiunta di Cherry Bank SpA (di seguito, "**Cherry Bank**", "**CB**" o l'**Incorporante**") e Banca Popolare Valconca SpA in amministrazione straordinaria (di seguito, "**BPV**", "**Banca Valconca**" o l'**Incorporanda**" e, congiuntamente a Cherry Bank, le "**Società**"), in data 28 giugno 2023, con decreto notificato in data 4 luglio 2023, PricewaterhouseCoopers SpA ("**PwC**" o "**Esperto Comune**") ha ricevuto dal Presidente del Tribunale di Venezia l'incarico di redigere, quale Esperto Comune designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies, comma terzo e quarto, del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione di BPV in Cherry Bank (di seguito, l'**Operazione**" o la "**Fusione**").

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Cherry Bank prevista per il giorno 27 novembre 2023 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 28 novembre 2023 e dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Banca Valconca prevista per il giorno 25 novembre 2023 in unica convocazione.

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank (di seguito, gli "**Amministratori di Cherry Bank**") e dai Commissari Straordinari di BPV (di seguito, i "**Commissari**", "**Commissari Straordinari**" e, congiuntamente agli Amministratori di Cherry Bank, gli "**Organi Amministrativi**"), i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie e, in particolare, la seguente principale documentazione:

- l'accordo quadro sottoscritto in data 1° giugno 2023 tra Giovanni Bossi (socio di maggioranza di Cherry Bank), Cherry Bank e Banca Valconca (l'**Accordo Quadro**");
- il Progetto di Fusione, datato 30 giugno 2023, sottoscritto dagli Organi Amministrativi di Cherry Bank e BPV, 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, con riferimento alle situazioni patrimoniali delle Società al 31 dicembre 2022, è stato definito il rapporto di cambio pari a n. 1 (una) azione ordinaria di nuova emissione dell'Incorporante per ciascuna n. 1 (una) azione ordinaria dell'Incorporanda (il "**Rapporto di Cambio**"). Sulla base di quanto definito dal Progetto di Fusione, il Rapporto di Cambio non è soggetto ad aggiustamenti o conguagli in denaro;

**PricewaterhouseCoopers SpA**

Sede legale: **Milano** 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 77851 Fax 02 7785240 Capitale Sociale Euro 6.890.000,00 i.v. C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 071 2132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640211 - **Bergamo** 24121 Largo Belotti 5 Tel. 035 229691 - **Bologna** 40124 Via Luigi Carlo Farini 12 Tel. 051 6186211 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 095 7532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 085 4545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06 570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011 556771 - **Trento** 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461 237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 040 3480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 0432 25789 - **Varese** 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0332 285039 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444 393311

- le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di Cherry Bank e dai Commissari di BPV ex articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile approvate in via definitiva, in data 24 ottobre 2023, 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 Cherry Bank**”, la “**Relazione BPV**” e, congiuntamente, le “**Relazioni degli Organi Amministrativi**” o le “**Relazioni**”);
- la relazione dal titolo “*Parere di congruità, da un punto di vista finanziario, del rapporto di cambio proposto per la possibile fusione per incorporazione di Banca Popolare Valconca SpA in Amministrazione Straordinaria*” datata 29 marzo 2023 (di seguito, la “**Fairness Opinion KPMG**”) predisposta da KPMG Advisory SpA (di seguito, “**KPMG**”) su incarico del Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank;
- la relazione dal titolo “*Valutazione di congruità del rapporto di concambio ipotizzato nel progetto di fusione per incorporazione della Banca Popolare di Valconca SpA in AS (BPV) in Cherry Bank (CB)*”, datata 16 maggio 2023 (di seguito, la “**Fairness Opinion Prof. Di Giorgio**”) predisposta dal Professor Giorgio Di Giorgio (di seguito, “**Prof. Di Giorgio**” e, insieme a KPMG, i “**Consulenti**” o “**Advisor**”) su incarico dei Commissari Straordinari di BPV;
- le situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell’articolo 2501-*quater* del Codice Civile (“**Situazioni Patrimoniali**”) e in particolare:
  - per l’Incorporante, il bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2022, approvato dall’Assemblea dei Soci in data 21 aprile 2023, corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione EY S.p.A. emessa in data 5 aprile 2023 ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo 39/2010;
  - per l’Incorporanda, la situazione patrimoniale e contabile al 31 dicembre 2022, corredata da una nota informativa, approvata dai Commissari Straordinari in data 29 giugno 2023.

## **2 Sintesi dell’operazione**

L’Incorporante è Cherry Bank SpA, con sede legale in via San Marco 11 a Padova, capitale sociale di Euro 44.638.000,00, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 91.097.945 azioni ordinarie prive di valore nominale, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Padova 04147080289, partita IVA numero 04147080289, iscritta all’Albo delle Banche al n. 3365.

L’Incorporanda è Banca Popolare Valconca SpA in amministrazione straordinaria, con sede legale in via Bucci n. 61 a Morciano di Romagna (RN), capitale sociale di Euro 27.284.034,06, interamente sottoscritto e versato, suddiviso in n. 10.575.207 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 2,58, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese della Romagna 00125680405, partita IVA numero 00125680405, iscritta all’Albo delle Banche al n. 5792.



Con provvedimento assunto in data 1° dicembre 2022 (prot. n. 1798405/22), Banca d'Italia ha disposto lo scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e controllo di Banca Valconca e la sottoposizione della stessa alla procedura di amministrazione straordinaria ai sensi degli artt. 70 e ss. del TUB. Con il medesimo provvedimento, Banca d'Italia ha nominato il dott. Francesco Fioretto e l'avv. Livia Casale quali Commissari Straordinari e l'avv. Andrea Grosso, la dott.ssa Simonetta Di Simone e l'avv. Dino Donato Abate quali componenti del Comitato di sorveglianza, di cui l'avv. Grosso è stato nominato all'unanimità Presidente.

Ai Commissari Straordinari è stato assegnato il compito di:

- i. assicurare, immediatamente e nel continuo, il presidio del rischio di liquidità;
- ii. verificare in tempi brevi l'effettiva disponibilità di controparti di adeguato standing a sviluppare una partnership che garantisca il riassetto proprietario e l'apporto di mezzi patrimoniali atti a ricostituire il patrimonio aziendale, anche prospetticamente;
- iii. effettuare in parallelo una valutazione delle attività e delle passività aziendali, al fine di verificare l'effettiva consistenza della dotazione patrimoniale e la sostenibilità del modello di business.

Come riferito dai Commissari nella Relazione, per dar corso al mandato loro conferito, hanno avviato, con il supporto dell'*advisor* finanziario Prometeia S.p.A. ("**Prometeia**") una attività di *market sounding* finalizzata a individuare eventuali operatori interessati, tra soggetti bancari, intermediari finanziari ex art. 106 del TUB e/o fondi di investimento con esperienza nella partecipazione in istituzioni finanziarie.

Nell'ambito di tale processo, in data 15 febbraio 2023 sono pervenute a Prometeia due offerte non vincolanti complete, cioè afferenti la Banca nel suo complesso (sede centrale e sportelli), e conformi ai requisiti indicati nella *process letter*, da parte di Cherry Bank e di un fondo di investimento con sede in Gran Bretagna. Le due offerte non vincolanti complete declinavano a grandi linee: (a) la struttura dell'operazione e gli elementi di governance; (b) il progetto industriale; (c) la valorizzazione di BPV; (d) la tempistica dell'operazione.

All'esito di tale *iter* competitivo, nel successivo termine del 31 marzo 2023 è pervenuta una sola offerta irrevocabile, da parte di Cherry Bank, formulata sulla base dei risultati delle attività di *due diligence* finanziaria, legale e fiscale avviate in data 27 febbraio 2023.

Tale offerta è stata accettata dai Commissari, che ne hanno positivamente valutato i contenuti generali sotto il profilo: (i) della profittabilità e sostenibilità del progetto industriale, fondato sulla integrazione di una banca specialistica e innovativa con una realtà bancaria tradizionale; (ii) dell'impegno a portare avanti una politica di sostegno e di sviluppo del territorio, con il mantenimento integrale dei presidi commerciali di BPV e la tutela dei livelli occupazionali; (iii) della valorizzazione della partecipazione degli attuali azionisti in termini di rapporto di concambio e della previsione di misure di incentivazione e ristoro; (iv) del rafforzamento dei fondamentali economico-patrimoniali riveniente dalla integrazione delle due entità e (v) della governance prevista post perfezionamento della potenziale operazione, atta ad assicurare stabilità strategica e industriale alla nuova banca. A Cherry Bank è stato contestualmente concesso un periodo di esclusiva sino al 31 maggio 2023.

In data 1° giugno 2023 è stato quindi sottoscritto l'Accordo Quadro, volto a disciplinare le attività propedeutiche alla realizzazione dell'Operazione, i termini, le condizioni e le modalità di esecuzione della operazione medesima nonché gli impegni reciproci delle parti finalizzati al buon esito della stessa. L'Accordo Quadro è stato sottoscritto anche da Giovanni Bossi, amministratore delegato e socio di controllo di Cherry Bank, limitatamente agli impegni da lui assunti personalmente nei confronti dei soci di Banca Valconca. Per effetto della sottoscrizione dell'Accordo Quadro, l'esclusiva concessa a Cherry Bank è stata automaticamente prorogata sino alla data di iscrizione al Registro Imprese dell'atto di Fusione.

La Fusione rappresenta uno degli elementi cardine di una più ampia operazione di integrazione tra BPV e Cherry Bank così come prevista nell'Accordo Quadro. Nello specifico, la Fusione si inserisce nell'ambito di un progetto industriale e strategico volto all'accelerazione del percorso di crescita di Cherry Bank e all'estensione su un'area limitrofa del suo modello imprenditoriale.

In particolare, grazie all'integrazione dei rispettivi business, all'esito della Fusione Cherry Bank sarà in grado di svolgere un ruolo di "aggregatore", con l'obiettivo di generare ricadute positive a beneficio del territorio e degli *stakeholder*.

A valle della Fusione, la rete territoriale di BPV affiancherà gli *hub* commerciali di Cherry Bank e quest'ultima potrà mettere a disposizione della forza commerciale ex BPV un portafoglio di soluzioni diversificato, una piattaforma per l'acquisto dei crediti fiscali, una fabbrica prodotto proprietaria sulle forme tecniche del *factoring*, nonché servizi di gestione patrimoniale *in-house*.

Gli Organi Amministrativi segnalano che la stipula dell'atto di Fusione è subordinata all'avveramento (ovvero alla rinuncia, se applicabile) delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**"):

- (i) il rilascio di apposito provvedimento autorizzativo da parte della Banca d'Italia ai sensi dell'art. 72, sesto comma, del TUB, per quanto riguarda la convocazione dell'assemblea dei soci di BPV che sarà chiamata a deliberare in merito alla Fusione e per la comunicazione del relativo ordine del giorno;
- (ii) il rilascio di apposito provvedimento autorizzativo da parte della Banca d'Italia, rispettivamente, in relazione (i) alla Fusione ai sensi dell'art. 57 del TUB e del Titolo III, Capitolo 4, Sezione I, della Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999, come successivamente modificata e integrata e (ii) all'adozione del nuovo statuto sociale della società Incorporante, ai sensi dell'art. 56 del TUB e del Titolo III, capitolo 1, Sezione II, della Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999, come successivamente modificata e integrata;
- (iii) l'approvazione della Fusione da parte delle assemblee straordinarie delle Società;
- (iv) al decorso del termine di 15 (quindici) giorni di cui al combinato disposto dell'art. 2503 del Codice Civile e dell'art. 57, terzo comma, del TUB senza alcuna opposizione da parte dei creditori delle Società partecipanti alla Fusione; ovvero, in caso di opposizione alla Fusione, al verificarsi del precedente tra il raggiungimento di un accordo da parte di ciascuna delle Società partecipanti alla Fusione con il creditore opponente, ovvero la decisione del Tribunale competente che disponga che la Fusione abbia luogo nonostante l'opposizione alla Fusione.

Si segnala che i provvedimenti di cui ai punti (i) e (ii) sono stati rilasciati in data 17 ottobre 2023.

La Fusione comporterà l'annullamento delle azioni di BPV e l'assegnazione in concambio agli azionisti di BPV di azioni ordinarie della Società Incorporante secondo il Rapporto di Cambio, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione.



Ai fini di semplificare il processo di Fusione, Cherry Bank effettuerà in via preliminare un'operazione di frazionamento per portare il numero delle proprie azioni ordinarie, prive di valore nominale esplicito, in circolazione da n. 91.097.945 (azioni attualmente emesse) a n. 95.176.863 (l'“**Operazione sulle Azioni**”).

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

Al fine di fornire agli Azionisti di Cherry Bank e di BPV idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Organi Amministrativi di Cherry Bank e di BPV 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 Organi Amministrativi a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Cherry Bank e dai Commissari di BPV secondo quanto descritto nei successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella Fusione. Tale valutazione è stata svolta dagli Organi Amministrativi di Cherry Bank e di BPV, con l'assistenza e il supporto dei Consulenti da essi 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 dalle Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione e, in particolare:

1. l'Accordo Quadro sottoscritto in data 1° giugno 2023 tra Giovanni Bossi, Cherry Bank e Banca Valconca;
2. il Progetto di Fusione datato 30 giugno 2023 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank e sottoscritto dai Commissari di BPV;
3. le Relazioni degli Organi Amministrativi di Cherry Bank e BPV *ex* articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile approvate in via definitiva, in data 24 ottobre 2023, 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;
4. la Fairness Opinion KPMG predisposta dall'*advisor* KPMG su incarico del Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank;
5. la Fairness Opinion Prof. Di Giorgio predisposta dal Professor Giorgio Di Giorgio su incarico dei Commissari Straordinari di BPV;

6. la relazione dal titolo “*Prj Farini – Aggiornamento determinazione del rapporto di cambio*” datata 10 ottobre 2023 (di seguito, “**Analisi degli eventi successivi di CB**”) predisposta dalla Direzione di Cherry Bank per gli Amministratori della stessa e contenente un’analisi degli eventi successivi al 30 giugno 2023 rispetto alle valutazioni di cui alla Fairness Opinion KPMG;
7. la relazione dal titolo “*Verifica dell’approccio metodologico adottato dalle Direzioni competenti per l’aggiornamento delle stime dei valori relativi e del rapporto di cambio proposto nell’ambito della prospettata fusione per incorporazione di Banca Popolare Valconca S.p.A. in Amministrazione Straordinaria*” datata 6 ottobre 2023 emessa da KPMG su incarico del Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank (“**Parere metodologico KPMG**”).
8. la seguente documentazione, utilizzata dagli Organi Amministrativi di Cherry Bank e di BPV per la redazione delle rispettive Relazioni, nonché dai Consulenti e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - i. bozza del Progetto di Fusione;
  - ii. Situazioni Patrimoniali di riferimento;
  - iii. proiezioni economiche e patrimoniali di Cherry Bank per il periodo 2023-2025, comprensive dell’evoluzione prospettica della posizione di capitale, come da Piano Strategico 2023-2025 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank in data 14 febbraio 2023 (le “**Proiezioni CB**” o “**Piano CB**”);
9. La seguente ulteriore documentazione è stata utilizzata dagli Amministratori di Cherry Bank, nonché da KPMG e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - i. documento di *due diligence* finanziaria, fiscale e legale su BPV predisposto da KPMG per Cherry Bank datato 27 marzo 2023;
  - ii. Proiezioni economico-patrimoniali di BPV per il periodo 2023-2025 (le “**Proiezioni BPV**” o “**Piano BPV**”), comprensive della posizione di capitale prospettica, predisposte da Cherry Bank su base *desk*; tali stime sono state sviluppate a partire dalle previsioni del budget 2023 formulate dall’Incorporanda e riviste dall’Incorporante sulla base dell’andamento dei primi due mesi dell’anno in corso;
  - iii. stima preliminare delle sinergie e dei costi di integrazione attesi dall’Operazione elaborate dagli organi di direzione di Cherry Bank.
10. La seguente ulteriore documentazione è stata utilizzata dai Commissari Straordinari di BPV, nonché dal Prof. Di Giorgio e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - i. bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2021 di BPV, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 31 marzo 2022, corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione Ria Grant Thornton S.p.A. emessa in data 14 aprile 2022;
  - ii. Offerta non vincolante datata 15 febbraio 2023;
  - iii. Offerta vincolante datata 30 marzo 2023.



11. La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata, nei limiti e per le finalità del nostro incarico:
  - i. fogli di lavoro predisposti dai Consulenti a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio;
  - ii. bozza di accordo quadro del 22 marzo 2023 tra Cherry Bank e BPV (“**Bozza Accordo Quadro**”);
  - iii. istanza autorizzativa presentata alla Banca d’Italia in data 4 ottobre 2023 avente ad oggetto la realizzazione della Fusione e la relativa relazione illustrativa dell’operazione;
  - iv. documenti di carattere gestionale relativi all’esercizio 2022 di BPV e al primo trimestre 2023;
  - v. provvedimento autorizzativo da parte di Banca d’Italia datato 17 ottobre 2023 avente ad oggetto “Fusione per incorporazione della Banca Popolare Valconca in a.s. in Cherry Bank S.p.A. e connesse modifiche statutarie”;
  - vi. presentazione descrittiva delle principali assunzioni alla base dell’elaborazione delle Proiezioni 2023-2025 di Cherry Bank elaborata dal management di Cherry Bank;
  - vii. documento denominato “Report Review” emesso in data 14 giugno 2023 da BDO Italia SpA su incarico dei Commissari Straordinari di Banca Valconca, avente ad oggetto le evidenze dell’attività di analisi svolta sulle principali grandezze patrimoniali incluse nella situazione patrimoniale e contabile di BPV al 31 dicembre 2022;
  - viii. relazione finanziaria semestrale di Cherry Bank al 30 giugno 2023, comprensiva della relazione di revisione contabile limitata emessa da EY SpA in data 9 agosto 2023;
  - ix. situazione contabile di Banca Valconca al 30 giugno 2023;
  - x. Proiezioni economiche e patrimoniali di Cherry Bank relative agli esercizi 2023-2026, predisposte da Cherry Bank ai fini dell’istanza di autorizzazione di Banca d’Italia, dove per gli anni 2023-2025 sono state prese come riferimento le Proiezioni CB e per l’esercizio 2026 è stato ipotizzato uno scenario di sviluppo inerziale rispetto all’ultimo anno di piano (“**Proiezioni CB 2023-2026**”);
  - xi. Proiezioni economico-patrimoniali su base *stand-alone* per gli anni 2023-2026, (“**Proiezioni BPV 2023-2026**”) predisposte da Cherry Bank ai fini dell’istanza di autorizzazione di Banca d’Italia, stimate a partire dalle informazioni fornite da BPV e integrate da elaborazioni sviluppate dalle funzioni specialistiche di Cherry Bank con riferimento alla chiusura d’esercizio 2023 e successivamente oggetto di normalizzazione di alcune componenti rilevanti a fini valutativi (“**Proiezioni BPV 2023-2026 adjusted**” e, congiuntamente alle Proiezioni CB, alle Proiezioni BPV e alle Proiezioni CB 2023 – 2026, i “**Dati Prospettici**”);
  - xii. statuti vigenti di Cherry Bank e di BPV;
  - xiii. estratto della bozza verbale del Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank del 27 giugno 2023 di approvazione del Progetto di Fusione;
  - xiv. bozza del nuovo testo dello statuto della società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Fusione, che verrà sottoposto all’approvazione dell’Assemblea Straordinaria delle due Società;
  - xv. 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 degli Amministratori di Cherry Bank, dai rappresentanti legali della società in data 24 ottobre 2023, 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. Analoga attestazione è stata ottenuta anche da parte dei Commissari Straordinari di Banca Valconca, in qualità di rappresentanti legali della banca, in data 24 ottobre 2023.

## **5 Metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi per la determinazione del Rapporto di Cambio**

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

Gli Organi Amministrativi delle Società hanno provveduto a determinare il valore economico di Cherry Bank e di BPV al fine di determinare il Rapporto di Cambio tra le due Società avvalendosi, anche, dell'assistenza e del supporto, rispettivamente, dei consulenti KPMG e Prof. Giorgio Di Giorgio.

Secondo quanto riportato nelle Relazioni degli Organi Amministrativi, i valori economici sono stati stimati sulla base del principio, consolidato nella prassi valutativa, di omogeneità relativa dei criteri di valutazione, tenuto conto delle caratteristiche distintive delle singole entità oggetto di valutazione; di conseguenza, come riferiscono gli Organi Amministrativi, i valori economici risultanti dall'applicazione dei metodi di valutazione descritti di seguito assumono significato nel loro profilo relativo e devono intendersi esclusivamente finalizzati alla formulazione del Rapporto di Cambio nell'ambito della Fusione.

I valori economici di Cherry Bank e BPV sono stati determinati in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo dagli eventuali effetti che potrebbero derivare dalla prospettiva aggregazione. Tuttavia, nella determinazione dell'intervallo di Rapporto di Cambio, gli Amministratori di Cherry Bank hanno tenuto conto anche del valore strategico della Fusione tra Cherry Bank e BPV e dei benefici ottenibili dalle sinergie derivanti dall'Operazione.

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2022 (la "**Data di Riferimento**"), data delle Situazioni Patrimoniali di riferimento.

Successivamente, ai fini della predisposizione della Relazione degli Amministratori, tenuto conto di quanto disposto dall'art. 2501 quinquies, Cherry Bank ha provveduto ad analizzare gli impatti sul rapporto di cambio derivanti dalle informazioni più aggiornate riferite a: (i) la situazione economico-patrimoniale delle Società al 30 giugno 2023, (ii) le proiezioni economico-finanziarie 2023-2026 di Cherry e BPV, (iii) le sinergie e le rettifiche di *Purchase Price Allocation* ("PPA"), coerentemente rispetto al set informativo predisposto per l'istanza di autorizzazione a Banca d'Italia, ripercorrendo l'approccio metodologico adottato dall'Advisor. Cherry Bank ha richiesto ed ottenuto il rilascio di un parere da parte di KPMG relativamente all'approccio metodologico adottato per effettuare tali analisi.

I Commissari di BPV, con il supporto del Prof. Di Giorgio, non hanno rilevato elementi tali da pregiudicare la congruità del Rapporto di Cambio nel periodo intercorso tra la data di sottoscrizione del Progetto di Fusione e la data di approvazione della Relazione dei Commissari e, pertanto, anche in considerazione del fatto che in base a quanto definito dal Progetto di Fusione il Rapporto di Cambio non è soggetto ad aggiustamenti o conguagli in denaro, non hanno ritenuto opportuno procedere ad analisi di dettaglio degli eventi successivi, né allo svolgimento di analisi di sensitività sul Rapporto di Cambio.



In particolare, in considerazione delle caratteristiche delle Società, gli Organi Amministrativi, ai fini della determinazione del valore economico di tali entità hanno ritenuto di adottare le seguenti metodologie valutative:

	Amministratori Cherry Bank		Commissari Straordinari BPV	
	Cherry Bank	BPV	Cherry Bank	BPV
Dividend Discount Model Excess Capital	✓ (metodo principale)	✓ (metodo principale)	✓ (metodo principale)	X (non applicato)
Metodo dei multipli di borsa	✓ (metodo di controllo)	✓ (metodo di controllo)	X (non applicato)	✓ (metodo principale)
Metodo dell'analisi di regressione	✓ (metodo di controllo)	✓ (metodo di controllo)	X (non applicato)	X (non applicato)

Gli Amministratori e i Commissari 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 del Rapporto di Cambio.

Di seguito si descrivono gli approcci valutativi riportati nelle rispettive Relazioni che gli Organi Amministrativi delle Società hanno adottato al fine di determinare il Rapporto di Cambio, con il supporto dei Consulenti.

### 5.1.1 Il metodo del Dividend Discount Model (“DDM”)

Il DDM rappresenta una variante del metodo dei flussi di cassa. In particolare, tale metodo, nella variante dell'*excess capital*, stabilisce che il valore economico di una banca è dato dal valore attuale netto di un flusso di dividendi determinato sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali minimi imposti dall'Autorità di Vigilanza.

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 ed il tasso di crescita perpetuo.



La metodologia del DDM stima, pertanto, il valore del capitale economico di una banca mediante la seguente formula:

$$W = DIV_a + TV_a$$

Dove:

- “**W**” rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;
- “**DIV<sub>a</sub>**” rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- “**TV**” rappresenta il valore attuale del valore residuo (“**Terminal Value**”), ossia il valore derivante dai flussi prodotti al di là dell’orizzonte di previsione esplicita.

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 ( $K_e$ ): 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 ( $K_e$ ) è ottenuto attraverso l’applicazione della seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (MRP) + ARP$$

Dove:

- “**R<sub>f</sub>**” identifica il *Risk free rate*, ossia 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;
- “**β**” indica il coefficiente beta, che rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili e il rendimento complessivo del mercato di riferimento; questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato;
- “**MRP**” identifica il premio per il rischio azionario (*market risk premium o equity risk premium*), vale a dire 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);
- “**ARP**” rappresenta l’*Additional Risk Premium*, l’eventuale premio per il rischio aggiuntivo che tiene conto delle specifiche condizioni dell’investimento. Nello specifico, rappresenta il rendimento aggiuntivo richiesto dall’investitore razionale che investe in società di piccole dimensioni o non quotate.

Si segnala che tale metodologia:

- è stata considerata dagli Amministratori di Cherry Bank quale metodologia principale, relativamente sia a Cherry Bank che a Banca Valconca, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- non è stata considerata dai Commissari di BPV ai fini della stima del valore relativo di Banca Valconca, tenuto conto dell'assenza di previsioni sull'andamento aziendale.

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

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, 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 a 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.

#### *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.

Si segnala che tale metodologia:

- è stata considerata dagli Amministratori di Cherry Bank come metodo di controllo, relativamente sia a Cherry Bank che a Banca Valconca, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;



- è stata considerata dai Commissari di BPV quale metodologia principale per la stima del valore relativo di BPV.

### 5.1.3 Metodo dell'Analisi di Regressione (o *Value Map Analysis*)

Il metodo della analisi di regressione, adottato dai soli Amministratori di Cherry Bank quale ulteriore metodologia di controllo, stima il capitale economico della azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale e il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto per un campione di società comparabili quotate.

Tale criterio consiste nell'analisi della relazione esistente fra la redditività di una società (espressa in termini di Return on Equity, di seguito "**ROE**") attesa dal mercato e il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e il valore di patrimonio netto per un campione di società quotate comparabili.

Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione dei dati riguardanti il ROE e il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto per un campione significativo di società.

Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al ROE prospettico e al patrimonio netto delle aziende oggetto della valutazione per derivarne il valore teorico di mercato. In particolare, il multiplo prezzo/patrimonio netto (Price/Book Value o "**P/BV**") utilizzato ai fini della determinazione del valore è espresso dalla seguente formula:

$$P/BV = \alpha \times ROE + \beta$$

Dove:

- " **$\alpha$** " rappresenta l'inclinazione della retta;
- " **$\beta$** " rappresenta l'intercetta.

L'applicazione del metodo di regressione si articola nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione di società su cui effettuare l'analisi di regressione;
- determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per il ROE;
- calcolo del ROE e del rapporto prezzo/patrimonio netto per le società incluse nel campione;
- scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- determinazione del ROE e del patrimonio netto delle aziende oggetto di valutazione;
- applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato indicativo per l'azienda oggetto di valutazione.

## 5.2 I metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi di Cherry Bank e di BPV

Di seguito si riportano i dettagli relativi all'applicazione delle metodologie utilizzate dagli Organi Amministrativi delle Società, con il supporto dei rispettivi Consulenti, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini di possibile intervallo di Rapporto di Cambio.

### 5.2.1 Il valore economico di Cherry Bank e BPV determinato dagli Amministratori di Cherry Bank

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

- metodo del DDM (metodo principale);
- metodo dei Multipli di Borsa, o *Comparable Pricing Analysis* (metodo di controllo);
- metodo dell'Analisi di Regressione (metodo di controllo).

Gli Amministratori di Cherry Bank motivano la scelta del DDM come metodologia principale in quanto metodologia ampiamente riconosciuta dalla dottrina e applicata dalla migliore prassi valutativa a livello nazionale e internazionale nel settore finanziario, considerata la maggiore capacità di tale metodo di riflettere le prospettive economico patrimoniali delle società valutate.

Nell'applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori di Cherry Bank, con l'ausilio di KPMG, hanno fatto riferimento alle Proiezioni 2023 – 2025, così come approvate dal Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank, e ai seguenti parametri e componenti:

- tasso di crescita di lungo periodo ("**g-rate**") pari a 2,0%, ottenuto come media del tasso di inflazione atteso per l'Italia<sup>1</sup>;
- Ke pari a 12,5% determinato considerando:
  - R<sub>f</sub> identificato sulla base della media a un mese del rendimento lordo del BTP italiano decennale, pari a 4,3%, desunto dalle piattaforme di *infoproviding*<sup>2</sup>;
  - coefficiente  $\beta$  pari a 0,9, stimato sulla base della mediana delle osservazioni settimanali a 5 anni dei dati storici relativi a un campione di società quotate operanti in Italia nel settore bancario<sup>3</sup>;
  - MRP premio per il rischio, in linea con la media degli ultimi sei mesi, pari a 5,7%<sup>4</sup>;
  - *Additional Risk Premium*, premio addizionale utilizzato per tenere conto del rendimento addizionale richiesto da un investitore per le ridotte dimensioni, e la conseguente minore liquidità, delle Società oggetto di analisi rispetto alle società quotate, pari a 3,1%<sup>5</sup>;

<sup>1</sup> Fonte: Economist Intelligence, Unit, International Monetary Fund

<sup>2</sup> Fonte: Information Data Provider, 28 marzo 2023

<sup>3</sup> Banca Ifis SpA, Banca Sistema SpA, GeneralFinance SpA, BFF Bank SpA, Ilimity Bank SpA

<sup>4</sup> Fonte: Damodaran, 28 marzo 2023

<sup>5</sup> Fonte: Ibbotson

- Common Equity Tier 1 (“CET1”) ratio target, in linea con quanto definito nella *SREP Letter* di Cherry Bank, maggiorato di 350 bps;
- valore terminale calcolato sulla base di un dividendo sostenibile che riflette una redditività a regime, stimato sulla base del tasso g, tenuto conto di un livello di redditività stimato in modo omogeneo per le due Società;
- valore attuale netto del recupero, in ottica *stand-alone*, delle attività fiscali differite per perdite pregresse contabilizzate da BPV.

Inoltre, come indicato al paragrafo 5.1, al fine di tenere conto del valore strategico di Banca Valconca per Cherry Bank, nell’ambito delle analisi valutative gli Amministratori di Cherry Bank hanno sviluppato un’analisi sulla creazione di valore netta generata dall’Operazione. In particolare, al valore *stand alone* di BPV determinato sulla base dell’applicazione del DDM, è stato sommato il valore attuale delle sinergie derivanti dall’Operazione al netto dei costi di integrazione e delle rettifiche da PPA non riflesse nei valori relativi risultanti dall’applicazione del DDM.

Di seguito si riportano gli intervalli di valore economico delle Società e i relativi intervalli di rapporti di cambio ottenuti:

	Cherry Bank			Banca Valconca			Rapporto di Cambio		
	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>
<b>DDM Excess Capital</b>									
Analisi di sensitività ke - g (€m)	173,6		187,8						
Valore centrale DDM incl. sinergie, analisi di sensitività su % sinergie riconosciute (€m)				16,4		21,3			
<b>Range selezionato (€m)</b>	<b>173,6</b>	<b>180,5</b>	<b>187,8</b>	<b>16,4</b>	<b>18,9</b>	<b>21,3</b>			
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>1,82</b>	<b>1,90</b>	<b>1,97</b>	<b>1,56</b>	<b>1,78</b>	<b>2,01</b>	0,820	0,940	1,061

L’intervallo di rapporto di cambio identificato dagli Amministratori di Cherry Bank, determinato rapportando i valori minimi e massimi per azione di Banca Valconca con il valore centrale dell’intervallo di valori per azione di Cherry Bank, risulta pertanto compreso tra 0,820 e 1,061 azioni ordinarie di Cherry Bank di nuova emissione per ciascuna azione BPV, corrispondente ad una percentuale di partecipazione dei soci BPV compresa tra il 8,35% ed 10,55% del capitale sociale di Cherry Bank post Fusione.

Come anticipato, gli Amministratori di Cherry Bank, con l’ausilio di KPMG, hanno utilizzato i metodi di mercato quali metodi di controllo dei risultati ottenuti, tenuto conto dei limiti relativi alla comparabilità delle Società con i *player* quotati e al contesto in cui sono stati sviluppati i Dati Prospettici.

Nello specifico, sono state applicate le seguenti metodologie:

- Multipli di Borsa;
- Analisi di Regressione.



Nell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa o *Comparable Pricing Analysis*, gli Amministratori di Cherry Bank, hanno considerato il multiplo Price/Earnings ("P/E") del medesimo campione di società quotate operanti in Italia nel settore bancario utilizzato ai fini della stima del costo del capitale. I multipli sono stati stimati considerando per ciascuna società del *panel* la capitalizzazione media di borsa dell'ultimo mese (rispetto al 28 marzo 2023) e l'utile netto atteso al 2025, ottenuti dalle piattaforme di *infoproviding*<sup>6</sup>. L'intervallo di valori è stato stimato applicando i multipli identificati agli utili netti di Cherry Bank e BPV.

L'Analisi di Regressione è stata sviluppata sulla base della relazione esistente tra la redditività attesa al 2024, espressa dal *Return on Equity* ("RoE"), e il rapporto tra la capitalizzazione di borsa e il patrimonio netto (P/BV 2023) per il medesimo campione di banche quotate. Il valore è stato determinato sulla base di una redditività target media da piano delle due Società oggetto di analisi e di un livello di patrimonializzazione pari al CET1 ratio target del 13%.

Inoltre, in coerenza con l'applicazione della metodologia analitica, anche nell'applicazione dei metodi di mercato per BPV è stato tenuto in considerazione il valore attuale netto delle attività fiscali per perdite pregresse.

Gli Amministratori di Cherry Bank hanno, inoltre, condotto un'analisi degli eventi successivi sulla base delle situazioni contabili al 30 giugno 2023 e delle ultime proiezioni presentate per l'Istanza Banca d'Italia; tale analisi ha evidenziato un intervallo di rapporti di cambio sostanzialmente in linea rispetto a quello individuato alla Data di Riferimento.

#### **5.2.1.1. Sintesi dei risultati della valutazione di Cherry Bank e BPV da parte degli Amministratori di Cherry Bank**

Gli Amministratori di Cherry Bank, sulla base delle analisi effettuate, della documentazione disponibile, delle assunzioni, dei parametri, delle analisi di sensitività e degli scenari valutativi predisposti, tenuto conto delle sinergie attese dall'Operazione e della porzione delle stesse da riconoscere agli azionisti di BPV, alla luce della valenza strategica dell'Operazione per Cherry Bank, hanno individuato un Rapporto di Cambio pari a n. 1 (una) azione ordinaria di Cherry Bank di nuova emissione che spetteranno agli azionisti di BPV per ciascuna azione di BPV, corrispondente ad una percentuale di partecipazione dei soci BPV pari al 10% del capitale sociale di Cherry Bank post Fusione.

#### **5.2.2. Il valore economico di Cherry Bank e BPV determinato dai Commissari di BPV**

Ai fini della determinazione del valore economico di Cherry Bank e BPV, i Commissari di BPV, supportati dal Prof. Di Giorgio, hanno adottato, rispettivamente, il metodo del DDM nella versione *excess capital* e il metodo dei Multipli di Borsa, o *Comparable Pricing Analysis*.

Tale scelta è stata adottata dai Commissari in quanto l'assenza di affidabili previsioni sull'andamento aziendale e la conseguente impossibilità per gli stessi di addivenire alla predisposizione di un piano industriale pluriennale, che trovano fondamento nella peculiare situazione in cui verte Banca Valconca, renderebbero complessa l'applicazione di metodologie valutative basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri per la valorizzazione di BPV.

---

<sup>6</sup> Fonte: Info Provider, 28 marzo 2023

In considerazione di quanto sopra, i Commissari, supportati dal Prof. Di Giorgio, hanno ritenuto opportuno ricorrere, quale metodologia principale valutativa di Banca Valconca, al metodo dei multipli di borsa, di natura empirica e solitamente utilizzato dalla prassi professionale quale metodo di controllo.

Relativamente alla valorizzazione di Cherry Bank, data la disponibilità di dati e l'assenza di situazioni idiosincratiche che ne rendessero di fatto problematica l'applicazione, i Commissari hanno ritenuto opportuno applicare quale metodo principale valutativo il DDM, ampiamente utilizzato dalla prassi professionale nel caso di società quali le banche, sottoposte ad una specifica regolamentazione in materia di coefficienti patrimoniali minimi.

In particolare, nell'applicazione del metodo del DDM, i Commissari Straordinari, con l'ausilio del Prof. Di Giorgio, hanno fatto riferimento, per Cherry Bank, alle Proiezioni 2023 – 2025, così come approvate dal Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank, e ai seguenti parametri e componenti:

- tasso di crescita di lungo periodo (“**g-rate**”) pari a 1,5%;
- $K_e$  pari a 12,5% determinato considerando:
  - $R_f$  identificato sulla base del rendimento lordo del BTP italiano decennale, pari a 4,2%, desunto dalle piattaforme di *infoproviding*<sup>7</sup>;
  - Coefficiente  $\beta$  pari a 1,07, stimato sulla base della media delle osservazioni a 3 anni dei dati storici relativi a un campione di società quotate operanti in Italia nel settore bancario<sup>8</sup>;
  - MRP premio per il rischio pari al 6,0%, in linea con la prassi professionale;
  - *Additional Risk Premium*, premio addizionale utilizzato per tenere conto del rendimento addizionale richiesto da un investitore per le ridotte dimensioni, e la conseguente minore liquidità, delle Società oggetto di analisi rispetto alle società quotate, pari a 2,0%, in linea con la prassi professionale;
- Common Equity Tier 1 (“**CET1**”) ratio target, in linea con il requisito SREP di Cherry Bank per il Total Capital, ossia il requisito più vincolante per la stessa<sup>9</sup>;
- valore terminale calcolato sulla base di un dividendo sostenibile che riflette una redditività a regime, stimata come media ponderata dell'utile annuo atteso da piano per il periodo 2023-2025 in cui i pesi sono crescenti nel tempo (0,2 nel 2023, 0,3 nel 2024 e 0,5 nel 2025); tale ipotesi è stata ritenuta idonea al fine di contemperare l'esigenza di un approccio prudente con quella di valorizzare adeguatamente le prospettive di una banca che pianifica un significativo sviluppo nel periodo di riferimento.

---

<sup>7</sup> Fonte: Information Data Provider, 28 marzo 2023

<sup>8</sup> Fonte: Infront Analytics, 9 maggio 2023. Considerate le società Banca Ifis SpA, Banca Sistema SpA, Banca Generali SpA, Ilimity Bank SpA

<sup>9</sup> Cherry Bank non ha emesso strumenti di Tier 1 o altri strumenti ibridi di capitale, pertanto il requisito di capitale totale è interamente coperto da capitale primario.

In funzione dell'applicazione dei parametri e del processo valutativo sopra descritti e dell'analisi di sensitività sullo stesso i Commissari di BPV hanno identificato i seguenti intervalli di valore economico di Cherry Bank:

	Cherry Bank		
	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>
<b>DDM Excess Capital</b>			
Analisi di sensitività +/- 10% (€m)	133,0	147,8	162,6
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>1,40</b>	<b>1,55</b>	<b>1,71</b>

Nell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa o *Comparable Pricing Analysis* per la determinazione del valore economico di BPV, i Commissari Straordinari, con l'ausilio dell'Esperto, hanno considerato il multiplo Price/Book Value ("**P/BV**") di un campione di società quotate operanti in Italia nel settore bancario<sup>10</sup>. I multipli sono stati stimati considerando per ciascuna società del *panel* la capitalizzazione di borsa al 9 maggio 2023 e il patrimonio netto al 31 dicembre 2022, ottenuti da piattaforme di *infoproviding*. L'intervallo di valori è stato stimato:

- sulla base del multiplo medio osservato, a cui è stato applicato uno sconto per tenere conto delle minori dimensioni di BPV rispetto alle società quotate del *panel* e delle condizioni economico finanziarie in cui si trova la banca;
- applicando un multiplo in linea con quello della banca meno performante del campione.

I multipli sono stati applicati al patrimonio netto di BPV al 31 dicembre 2022, pari a €53,3m.

In funzione dell'applicazione dei parametri e del processo valutativo sopra descritti, i Commissari di BPV, hanno identificato i seguenti intervalli di valore economico di BPV:

	Banca Valconca		
	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>
<b>Multipli di Borsa</b>			
P/BV 2022	14,0	16,0	18,0
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>1,32</b>	<b>1,51</b>	<b>1,70</b>

Sulla base dei risultati ottenuti dai Commissari BPV in merito ai valori economici delle due Società, abbiamo desunto i seguenti rapporti di cambio, in quanto non esplicitati né dai Commissari né dal Prof. Di Giorgio nelle rispettive relazioni:

	Cherry Bank			Banca Valconca			Rapporto di Cambio		
	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>	<i>min</i>	<i>mid</i>	<i>max</i>
<i>DDM Excess Capital (€m)</i>	133,0	147,8	162,6						
<i>Multipli di Borsa (€m)</i>				14,0	16,0	18,0			
<b>Range selezionato (€k)</b>	<b>133,0</b>	<b>147,8</b>	<b>162,6</b>	<b>14,0</b>	<b>16,0</b>	<b>18,0</b>			
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>1,40</b>	<b>1,55</b>	<b>1,71</b>	<b>1,32</b>	<b>1,51</b>	<b>1,70</b>	0,775	0,996	1,218

<sup>10</sup> Banco BPM SpA, UniCredit SpA, Intesa Sanpaolo SpA, BPER Banca SpA, Credito Emiliano SpA, Banca Popolare di Sondrio SpA, Banco di Desio e della Brianza SpA, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA

L'intervallo di rapporti di cambio identificato corrispondente ad una percentuale di partecipazione dei soci BPV compresa tra il 7,93% ed il 11,92% del capitale sociale di Cherry Bank post Fusione.

I Commissari di BPV, con il supporto del Prof. Di Giorgio, hanno, inoltre, esaminato la situazione economico-patrimoniale di Banca Valconca al 30 giugno 2023, ritenendo che da tale situazione patrimoniale aggiornata non emergano elementi tali da pregiudicare la congruità del Rapporto di Cambio, e, pertanto, hanno confermato le valutazioni determinate sulla base delle situazioni patrimoniali di riferimento al 31 dicembre 2022.

#### **5.2.2.1. Sintesi dei risultati della valutazione di Cherry Bank e BPV da parte dei Commissari Straordinari di BPV**

I Commissari di BPV, sulla base delle analisi effettuate, della documentazione disponibile, delle assunzioni, dei parametri, delle analisi di sensitività e degli scenari valutativi predisposti, hanno individuato un Rapporto di Cambio pari a n. 1 (una) azione ordinaria Cherry Bank di nuova emissione per ciascuna azione ordinaria BPV, corrispondente ad una percentuale di partecipazione dei soci BPV pari al 10% del capitale sociale di Cherry Bank post Fusione.

### **6 *Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Cherry Bank e di BPV***

Gli Organi Amministrativi, sia di Cherry Bank che di BPV, 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:

- la limitata comparabilità delle Società oggetto di analisi rende complessa l'applicazione di metodi valutativi omogenei;
- le valutazioni sono state condotte sulla base di una situazione patrimoniale di BPV alla Data di Riferimento non sottoposta a revisione contabile stante il regime di amministrazione straordinaria;
- le analisi svolte si sono basate su dati previsionali delle Società, per loro natura aleatori e incerti, in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni alle Società a cui si riferiscono, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni ipotetiche relative a eventi futuri e ad azioni degli Organi Amministrativi, che non necessariamente si verificheranno.

Inoltre, gli Amministratori di Cherry Bank riportano nella loro relazione i seguenti ulteriori limiti e difficoltà:

- le analisi valutative sono state condotte sui dati prospettici di BPV elaborati dalla Banca sulla base di un approccio *desk*, tenuto conto dei risultati della *due diligence* condotta. Alla data delle valutazioni e della presente Relazione non risultano disponibili proiezioni economico-patrimoniali di BPV sviluppate dalla stessa e/o approvate dai relativi amministratori;
- le conclusioni sono basate su condizioni economiche e di mercato che potrebbero cambiare in modo significativo in periodi di tempo relativamente brevi. La recente volatilità nei mercati dei capitali e le attuali prospettive economiche hanno creato in generale una significativa incertezza rispetto alle valutazioni dei *business*;

- entrambe le Società non sono quotate in mercati regolamentati e ciò rende il confronto con società comparabili più difficoltoso. Le proiezioni economico-finanziarie si basano su un insieme di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese da parte del management delle Società. Tali ipotesi includono, inter alia, talune assunzioni ipotetiche, che dipendono da fattori che sono in tutto o in parte al di fuori dell'influenza del management delle stesse e che presentano per loro natura profili di incertezza connessi anche ai possibili cambiamenti strutturali di mercato. Tale considerazione è peraltro accentuata dal contesto di mercato originatosi a seguito del conflitto tra la Federazione Russa e l'Ucraina, del quale al momento non è possibile determinare puntualmente le implicazioni in relazione sia alla durata, sia ai possibili impatti attuali o potenziali sul business delle Società oggetto di analisi e sulla realizzabilità delle azioni strategiche sottostanti le proiezioni. Si noti, tuttavia, che eventuali scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero impattare, anche significativamente, sulle analisi condotte e sui relativi risultati. Sono state applicate metodologie e analisi di sensitività di natura diversa, analitiche ed empiriche, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, gli Amministratori di Cherry Bank hanno considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nel settore 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.

Per contro, i Commissari Straordinari di BPV riportano nella loro Relazione i seguenti ulteriori limiti e difficoltà:

- l'assenza di affidabili previsioni sull'andamento aziendale e la contestuale impossibilità di addivenire alla predisposizione di un piano industriale pluriennale, che trovano fondamento nella peculiare situazione in cui verte Banca Valconca; tale circostanza è ostativa all'applicazione di metodologie valutative basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri, quali ad esempio il DDM;
- la sospensione temporanea, deliberata in data 7 dicembre 2022 dalla CONSOB, delle negoziazioni dei titoli emessi o garantiti da BPV che, unitamente alla ridotta dimensione e alla peculiare situazione in cui verte la stessa, hanno portato a una limitata comparabilità di Banca Valconca con un *panel* di società quotate su mercati regolamentati.

## **7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Organi Amministrativi di Cherry Bank e di BPV**

Sulla base dell'applicazione delle metodologie di valutazione descritte nei paragrafi precedenti, gli Organi Amministrativi di Cherry Bank e di BPV sono pervenuti alla determinazione del seguente Rapporto di Cambio:

### **n. 1 (una) azione ordinaria di Cherry Bank per ogni azione ordinaria di BPV**

Secondo quanto riportato dagli Organi Amministrativi nel Progetto di Fusione, non sono previsti aggiustamenti e/o conguagli in denaro. In ragione del Rapporto di Cambio, per effetto della Fusione gli azionisti di BPV verranno a detenere una partecipazione pari al 10,00% del capitale sociale di Cherry Bank (rappresentata da n. 10.575.207 azioni ordinarie), mentre gli azionisti di Cherry Bank deterranno la rimanente partecipazione del 90,0% (rappresentata da 95.176.863 azioni ordinarie).

## **8 Lavoro svolto**

### **8.1. Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata"**

Nell'ambito del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti procedure sulla documentazione in precedenza menzionata al paragrafo 4:

- come indicato in precedenza, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2022 di Cherry Bank corredato dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale, e la situazione patrimoniale e contabile al 31 dicembre 2022 di BPV corredato dalla nota informativa, sono state assunte, ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice civile quali Situazioni Patrimoniali di riferimento nel Progetto di Fusione. Il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2022 di Cherry Bank è stato assoggettato a revisione contabile da parte della società di revisione EY SpA, mentre la situazione patrimoniale e contabile al 31 dicembre 2022 di BPV non è stata assoggettata a revisione contabile, in considerazione del fatto che in data 1° dicembre 2022 Banca d'Italia ha disposto lo scioglimento degli organi con funzioni di amministrazione e controllo di Banca Valconca e la stessa è stata sottoposta alla procedura di amministrazione straordinaria; in questo contesto i Commissari Straordinari di BPV, al solo fine di acquisire elementi informativi relativi alle principali grandezze patrimoniali di Banca Valconca al 31 dicembre 2022, hanno richiesto alla società BDO Italia SpA di effettuare specifiche procedure di analisi delle principali grandezze patrimoniali di BPV a tale data;
- considerato che i metodi di valutazione utilizzati dagli Organi Amministrativi, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, assumono come base di riferimento le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501 ter, relativamente alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2022 di Cherry Bank, abbiamo svolto limitate procedure di revisione effettuando discussioni con la Direzione della banca, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la sua redazione; abbiamo, inoltre, ottenuto informazioni dai rappresentanti della società di revisione incaricata della revisione legale dello stesso circa le risultanze dell'attività di revisione svolta, anche attraverso l'accesso alle relative carte di lavoro documentate in formato elettronico. Relativamente alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2022 di Banca Valconca abbiamo svolto limitate procedure di revisione effettuando discussioni con la Direzione della banca, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la sua redazione, oltre ad analisi critiche dei principali ammontari in essa esposti, nonché analisi degli scostamenti di tali ammontari rispetto a quelli risultanti dal bilancio dell'esercizio 2021, che è stato assoggettato a revisione contabile dalla società di revisione Ria Grant Thornton SpA; tenuto conto dei limiti e delle finalità per le quali è stato predisposto, abbiamo, inoltre, preso visione e analizzato criticamente il "Report Review" emesso da BDO Italia SpA in data 14 giugno 2023 sulle principali grandezze patrimoniali di BPV al 31 dicembre 2022;
- abbiamo discusso con il management di Cherry Bank i criteri e le assunzioni utilizzati per la redazione dei Dati Prospettici al fine di verificarne l'omogenea applicazione tra le Società, tenuto conto delle incertezze e dei limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale, nonché del diverso *business model* e della diversa situazione economica e finanziaria in cui versano Cherry Bank e BPV;
- abbiamo svolto una lettura critica dell'Accordo Quadro, del Progetto di Fusione e delle Relazioni degli Organi Amministrativi;



- abbiamo svolto un esame degli estratti del verbale del Consiglio di Amministrazione di Cherry Bank datato 27 giugno 2023 relativi alle deliberazioni assunte in merito al Progetto di Fusione;
- abbiamo esaminato gli statuti delle Società e il testo dello statuto dell'Incorporante con le modifiche derivanti dall'Operazione;
- abbiamo raccolto, attraverso discussione con la Direzione di Cherry Bank e di BPV, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alla data di chiusura della situazione patrimoniale ex art. 2501 quater del Codice Civile, inclusa l'analisi dei prospetti contabili delle Banche al 30 giugno 2023, che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- infine, abbiamo svolto una lettura critica della restante documentazione citata al precedente paragrafo 4, funzionalmente alla comprensione del contesto di riferimento e dell'Operazione nel suo complesso.

Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1.

## **8.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio**

Con riferimento ai metodi utilizzati dagli Organi Amministrativi, con il supporto dei rispettivi Consulenti, abbiamo svolto le seguenti procedure:

- svolto una lettura critica della documentazione relativa alla Fusione, nonché delle *fairness opinion* degli Advisor;
- 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 e dai Commissari 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 e dei Commissari 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 e dai Commissari, anche sulla base delle indicazioni fornite dai Consulenti;
- verificato la congruità e coerenza dei parametri di mercato utilizzati per l'applicazione della metodologia dei multipli di borsa da parte degli Organi Amministrativi delle Società;

- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Cherry Bank nell'Analisi degli eventi successivi di CB;
- sviluppato autonome analisi di sensitività nell'ambito dei metodi adottati dagli Organi Amministrativi per la determinazione del valore economico di Cherry Bank e di BPV, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- verificato la congruità e coerenza dei parametri di mercato utilizzati per l'Analisi degli eventi successivi di CB;
- svolto una lettura critica del Parere Metodologico KPMG;
- raccolto, attraverso incontri e discussioni con i Commissari di BPV e il Prof. Di Giorgio, informazioni circa le considerazioni sviluppate in merito ai potenziali impatti sul Rapporto di Cambio degli eventi verificatisi dopo la Data di Riferimento. In considerazione del fatto che non ci è stato fornito un'analisi di aggiornamento di BPV sulla base degli eventi successivi alla Data di Riferimento, abbiamo proceduto a sviluppare autonome analisi di sensitività, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Commissari, al fine di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile dagli eventi successivi alla Data di Riferimento;
- ottenuto specifica attestazione che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e dei Commissari, 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 e dai Commissari per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori e dei Commissari è consistita in una stima dei valori economici relativi di Cherry Bank e BPV, effettuata ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Gli Amministratori e i Commissari, 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, pur tenuto conto delle differenti situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie in cui si trovano attualmente le due Società ed il contesto competitivo in cui si è strutturata l'Operazione.

Nelle valutazioni per le 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.

Gli Amministratori e i Commissari 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 Cherry Bank e dai Commissari di BPV per illustrare l'operazione di Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto dei rispettivi Consulenti, 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 Cherry Bank e dai Commissari di BPV, con il supporto dei rispettivi Consulenti, per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.

### **Adeguatezza dei metodi utilizzati**

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Organi Amministrativi risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente; la valutazione del capitale economico di Cherry Bank e di BPV è stata effettuata dagli Organi Amministrativi 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 e i Commissari hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita.
- Gli Amministratori di Cherry Bank nello sviluppo delle analisi valutative hanno fatto ricorso a una pluralità di metodologie, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente, attraverso metodi di controllo, di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. A causa delle difficoltà valutative descritte nel paragrafo 6 e delle differenti basi informative rispetto agli Amministratori di Cherry Bank, i Commissari, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, hanno ritenuto opportuno fare riferimento esclusivamente alla metodologia del DDM per Cherry Bank e dei Multipli di Borsa per BPV, in quanto ritenute le uniche in grado di esprimere adeguatamente il valore delle Società.
- La scelta degli Amministratori e dei Commissari di adottare, ai fini delle proprie valutazioni, criteri economico-analitici (come il DDM) e/o criteri di mercato (come il metodo dei Multipli di Borsa e dell'Analisi di regressione) 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 Organi Amministrativi sono state condotte considerando Cherry Bank e Banca Valconca su base c.d. "stand alone", ovvero su perimetri autonomi per ciascuna società, in linea con la prassi e la migliore tecnica professionale. Per quanto riguarda Cherry Bank, gli Amministratori hanno inoltre analizzato la stima riferita agli impatti di natura fiscale, contabile, finanziaria e/o operativa attesi dalla prospettata Fusione, nonché una stima

preliminare delle sinergie e dei costi di integrazione attesi; sotto questo profilo, la scelta valutativa effettuata dagli Amministratori di Cherry Bank con il supporto del proprio Consulente appare, nelle circostanze, ragionevole, in considerazione della valenza strategica della prospettata Operazione per gli azionisti di Cherry Bank e in linea con la prassi valutativa per operazioni similari.

- L'utilizzo della metodologia del DDM è in linea con la prassi e la tecnica professionale e risulta adeguato tenuto conto della natura e della tipologia di business svolto dalle Società, nonché delle informazioni disponibili. Essa rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina con riferimento al settore bancario. Sotto il profilo dell'applicazione della metodologia del DDM, nelle Relazioni degli Organi Amministrativi vengono sinteticamente indicate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto, i principali parametri utilizzati 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 analisi.

Le determinazioni cui sono pervenuti gli Organi Amministrativi al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli stessi 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 CB hanno ritenuto opportuno applicare il multiplo Price/Earnings (P/E), in quanto ritenuto maggiormente significativo, mentre i Commissari di BPV hanno ritenuto maggiormente significativo il multiplo P/BV. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori e dai Commissari 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, nelle circostanze, ragionevoli e in linea con la dottrina e prassi valutativa, anche tenuto conto delle differenti situazioni specifiche in cui vertono le due Società.
- La metodologia dell'Analisi di Regressione deriva il valore di una società dalla correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale e il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto per un campione di società comparabili quotate. 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 Cherry Bank, con il supporto dell'Advisor, hanno ritenuto di adottare tale metodologia ai fini di controllo, nella fattispecie considerando la correlazione fra il multiplo Price/Book Value (P/BV) e ROE. Anche in questo caso, nella documentazione di dettaglio fornitaci dalla Società e dall'advisor KPMG sono stati indicati i principali parametri utilizzati per lo sviluppo del modello; le scelte degli Amministratori al riguardo sono state da noi esaminate e risultano ragionevoli e in linea con la dottrina e prassi valutativa.

- Riteniamo che la scelta dei Commissari di Banca Valconca, con il supporto del Prof. Di Giorgio, di applicare due metodologie differenti e, pertanto, non omogenee per la determinazione del valore economico di Cherry Bank e di Banca Valconca sia giustificata in considerazione della situazione peculiare in cui verte BPV e della conseguente impossibilità per i Commissari di formulare previsioni attendibili, nella prospettiva di Banca Valconca in ottica *stand alone*.
- 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 e dai Commissari, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori e dai Commissari.
- La decisione degli Organi Amministrativi di identificare il Rapporto di Cambio in n. 1 (una nuova azione ordinaria dell'Incorporante per ogni azione ordinaria dell'Incorporata appare ragionevole in considerazione del fatto che il Rapporto di Cambio selezionato si colloca all'interno degli intervalli identificati dagli Organi Amministrativi delle due Società con il supporto dei relativi Consulenti.

### **Validità delle stime prodotte**

Si precisa che i Commissari di Banca Valconca, in considerazione della peculiare situazione in cui versa la società, non sono stati in grado di formulare previsioni attendibili circa la possibile futura evoluzione economico-patrimoniale di BPV. In considerazione di ciò, i dati previsionali di Banca Valconca utilizzati dagli Amministratori di Cherry Bank, sono stati sviluppati su base *desk* dagli organi direzionali di Cherry Bank.

Al riguardo si evidenzia che le discussioni svolte con la Direzione di Cherry Bank circa i criteri e le assunzioni utilizzati per la redazione dei Dati Prospettici hanno confermato l'omogenea applicazione tra le Società, tenuto conto delle incertezze e dei limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale, nonché del diverso *business model* e della diversa situazione economica e finanziaria in cui versano Cherry Bank e BPV.

La stima delle sinergie e dei costi di integrazione è stata effettuata dagli Amministratori di Cherry Bank sulla base di ipotesi di realizzazione di eventi futuri e di azioni che dovranno essere intraprese da parte degli stessi; va tuttavia 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 valori consuntivi e dati previsionali potrebbe essere significativo anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate si manifestassero.

### **10 Limiti specifici incontrati dall'Esperto Comune ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

In aggiunta ai limiti e alle difficoltà incontrati dagli Organi Amministrativi riportati nel precedente paragrafo 6, occorre richiamare l'attenzione sul fatto che a partire dal 1° dicembre 2022, Banca Valconca è soggetta alla procedura di amministrazione straordinaria; ciò ha comportato una serie di difficoltà e limiti ulteriori rispetto a quelli che usualmente l'Esperto incontra nell'espletamento di questa tipologia di incarichi. Di seguito si riportano i principali limiti e difficoltà da noi incontrati:

- la situazione patrimoniale e contabile di Banca Valconca al 31 dicembre 2022, approvata dai Commissari Straordinari in data 29 giugno 2023, non è stata sottoposta a revisione contabile; tale difficoltà è stata mitigata mediante lo svolgimento da parte nostra di talune procedure limitate di revisione, che sono consistite principalmente in incontri e discussioni con la Direzione della Banca, al fine di analizzare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la sua redazione, oltre all'analisi critica del Report review predisposto da BDO Italia SpA, che è stata incaricata dai Commissari di effettuare specifiche procedure di analisi sulle principali grandezze patrimoniali di BPV al 31 dicembre 2022;
- l'assenza di previsioni economico-patrimoniali di Banca Valconca approvate dai Commissari Straordinari ha comportato che le previsioni di BPV siano state sviluppate da Cherry Bank su base *desk* e sulla base degli elementi informativi raccolti nel corso del processo di *due diligence* svolto; tale difficoltà è stata mitigata da parte nostra mediante l'analisi delle ipotesi e assunzioni utilizzate dagli Amministratori di Cherry Bank, volta ad appurarne l'omogenea applicazione ai fini dello sviluppo dei Dati Prospettici;
- l'assenza di previsioni economico-patrimoniali di Banca Valconca ha inoltre comportato una differenza nel set informativo disponibile, rispettivamente, per gli Amministratori di Cherry Bank e i Commissari Straordinari di Banca Valconca e, conseguentemente, (i) l'applicazione di diverse metodologie di valutazione da parte degli Organi Amministrativi delle rispettive Società, (ii) la selezione di differenti metodologie di valutazione quale metodo principale per la valutazione di Cherry Bank e di Banca Valconca da parte dei Commissari Straordinari di BPV; e (iii) l'impossibilità per i Commissari di applicare metodologie di controllo; queste difficoltà sono state mitigate mediante lo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività e di autonomi ragionamenti valutativi;
- le valutazioni *stand-alone* svolte dagli Organi Amministrativi e dagli *Advisor* presuppongono che Banca Valconca raccolga le risorse necessarie a garantire il rispetto dei coefficienti patrimoniali minimi indicati dall'Autorità di Vigilanza e pertanto, tenuto conto della situazione specifica in cui verte la banca, assumono il perfezionamento della prospettata operazione di Fusione;
- le analisi valutative svolte dagli Organi Amministrativi e, conseguentemente, le conclusioni riportate nel presente parere, si basano sull'assunto che l'Operazione sulle Azioni venga eseguita;
- nella determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori di Cherry Bank hanno tenuto in considerazione le sinergie che il management prevede deriveranno dalla Fusione, al netto dei costi di integrazione e delle rettifiche da PPA. Tali sinergie si basano su un insieme di assunzioni ipotetiche legate ad eventi futuri, ad azioni degli organi amministrativi e a fenomeni esogeni alla banca che non necessariamente si verificheranno;
- il Rapporto di Cambio determinato dagli Organi Amministrativi è basato sulle situazioni economico-patrimoniali delle società al 31 dicembre 2022 ed è stato formalizzato all'interno del progetto di Fusione datato 30 giugno 2023, tuttavia si segnala che le Relazioni degli Organi Amministrativi sono state approvate da Cherry Bank e BPV, in data 24 ottobre 2023; di conseguenza si è reso necessario per gli Organi Amministrativi e, conseguentemente, per l'Esperto Comune, procedere a un'analisi degli



eventi successivi intercorsi tra la data di approvazione del Progetto di Fusione e la data di approvazione delle Relazioni. Inoltre, i Commissari di BPV non hanno rilevato elementi formali tali da procedere a un aggiornamento delle analisi, di conseguenza abbiamo provveduto a sviluppare autonome analisi di sensitività, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Commissari, al fine di verificare quanto il Rapporto di Cambio potesse essere influenzabile dagli eventi successivi alla Data di Riferimento;

- le valutazioni effettuate dagli Organi Amministrativi si fondano sui Dati Prospettici. 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 attuali circostanze delle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'Est e in Medio Oriente. 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 e dell'analisi di regressione, 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 delle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'Est e in Medio Oriente. 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 effettui la valutazione. Tale difficoltà è stata, tuttavia, superata mediante lo sviluppo da parte nostra di ulteriori analisi di sensitività;
- i metodi di valutazione utilizzati dagli Organi Amministrativi 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;
- infine, evidenziamo che esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Organi Amministrativi circa la struttura dell'Operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa.



## **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 Organi Amministrativi 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 (una) azione ordinaria di Cherry Bank di nuova emissione per ogni numero 1 (una) azione ordinaria di Banca Valconca corrispondente ad una percentuale di partecipazione dei soci BPV pari al 10% (dieci per cento) del capitale sociale di Cherry Bank post Fusione.**

Milano, 24 ottobre 2023

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'G. Ferraioli', is written over the typed name and title.

Giovanni Ferraioli  
(Revisore legale)