

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL RAPPORTO
DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 -
SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di:

Banca Farmafactoring S.p.A.

e

DEPObank - Banca Depositaria Italiana S.p.A.

Milano, 23 dicembre 2020

1 Motivo e oggetto dell'incarico

Nell'ambito della prospettata operazione di fusione per incorporazione (la "Fusione") di DEPObank - Banca Depositaria Italiana S.p.A. ("DEPO" o l'"Incorporanda") in Banca Farmafactoring S.p.A. ("BFF" o l'"Incorporante" e, congiuntamente a DEPO, le "Banche"), in data 3 luglio 2020 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta presentata dalle Banche, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni dell'Incorporante con le azioni dell'Incorporanda (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 l'altro:

- (i) il progetto di fusione redatto ai sensi dell'articolo 2501-*ter* del Codice Civile (il "Progetto di Fusione"), approvato dai Consigli di Amministrazione delle Banche in data 24 giugno 2020;
- (ii) le relazioni illustrative degli Amministratori di BFF e DEPO (rispettivamente, la "Relazione degli Amministratori BFF" e la "Relazione degli Amministratori DEPO" 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 BFF e DEPO rispettivamente in data 22 dicembre 2020 e in data 17 dicembre 2020.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di BFF e DEPO convocate rispettivamente in data 28 gennaio 2021 e in data 27 gennaio 2021 in prima convocazione.

2 Sintesi dell'operazione

Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, la Fusione si inserisce nel contesto di una più articolata operazione (l' "Operazione") - della quale la Fusione rappresenta elemento essenziale - che prevede, in estrema sintesi: (i) l'acquisizione da parte di BFF di una porzione delle azioni di DEPO di titolarità dell'attuale socio di controllo di quest'ultima, Equinova UK Holdco Limited ("Equinova"), (ii) l'acquisizione da parte di BFF della totalità delle azioni di DEPO di titolarità dei soci di minoranza della stessa (laddove queste non siano state previamente acquisite da Equinova) (congiuntamente, l' "Acquisizione") e (iii) immediatamente a valle dell'Acquisizione, la Fusione.

In tale ambito, in data 30 aprile 2020, BFF ha formalizzato l'offerta per l'acquisizione del controllo di DEPO che è stata positivamente valutata dai Consigli di Amministrazione di Equinova del 4 maggio 2020 e di DEPO del 7 maggio 2020 e che ha portato alla sottoscrizione, in data 13 maggio 2020, di un *Sale, Purchase and Merger Agreement* ("SPMA") tra BFF, Equinova e (limitatamente ad alcune previsioni contrattuali) DEPO, che disciplina la complessiva Operazione all'interno della quale si inserisce la Fusione.

Il corrispettivo a fronte dell'Acquisizione è stato determinato pari a: (i) l'eccesso di capitale rispetto al *Common Equity Tier 1* ratio del 15% alla data del *closing*, escluso l'utile netto di periodo a partire dal 1° luglio 2019, in ogni caso fissato a un valore non superiore a Euro 198 milioni, (ii) l'utile netto di DEPO - soggetto a determinati aggiustamenti - del periodo tra il 1° luglio 2019 e la data del *closing* e (iii) eventuali pagamenti futuri a titolo di *earn out*.

Sempre nell'ambito dell'Operazione in data 13 maggio 2020, BFF ha acquistato al valore corrente parte del portafoglio titoli classificato come "*Held to collect and sale*" di DEPO per un corrispettivo pari a Euro 742 milioni.

In particolare, sulla base di quanto riportato nelle Relazioni degli Amministratori e con specifico riferimento a DEPO, l'Operazione consente, attraverso la Fusione:

- di dare seguito al percorso di riposizionamento strategico di DEPO e di realizzare una compiuta *assets side strategy* che valorizzi la liquidità in eccesso generata dalle linee di *business* dei *Securities Services* e dei *Digital Payments*; e
- di completare il percorso di valorizzazione delle interessenze detenute dai soci.

Per effetto dell'Operazione, DEPO potrà beneficiare di una nuova proprietà, entrando a far parte di un gruppo quotato principalmente esposto verso il settore pubblico Europeo.

Considerando la *combined entity*, l'Operazione, in particolare, rafforzerà il posizionamento strategico di BFF quale *leader* indipendente nello *specialty finance*, diventando il più grande operatore in Italia, ampliando sia i segmenti di *business* in nicchie di mercato dove DEPO è *leader*, sia la base di *funding*, permettendo, quindi, la creazione di valore per tutti gli *stakeholders*. L'Operazione permetterà, inoltre, di incrementare la capacità di servire e supportare i clienti tradizionali di BFF.

L'Operazione è inoltre coerente con gli obiettivi strategici di BFF, che prevedono l'espansione in altre nicchie di mercato non presidiate dalle banche tradizionali e con elevate sinergie potenziali, sia di *funding* che operative.

La società incorporante, BFF, per effetto della Fusione, modificherà la propria denominazione sociale in "BFF Bank S.p.A." ed il relativo gruppo bancario risultante dalla Fusione sarà ridenominato "BFF Banking Group".

Nell'ambito della complessiva Operazione BFF si è avvalsa del supporto di Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") che ha agito in qualità di unico consulente finanziario. KPMG Corporate Finance, divisione KPMG Advisory S.p.A. ("KPMG") ha invece agito in qualità di consulente finanziario di DEPO supportando il Consiglio di Amministrazione nella valutazione del rapporto di cambio.

In data 9 dicembre 2020, Banca d'Italia ha rilasciato a BFF l'autorizzazione alla Fusione, nonché alle modifiche allo Statuto Sociale derivanti dalla Fusione stessa. In pari data, la Banca Centrale Europea ha rilasciato la propria autorizzazione all'Operazione e (i) allo svolgimento di alcuni servizi e attività di investimento, (ii) allo svolgimento delle attività di banca depositaria e (iii) all'emissione di assegni circolari.

3 Natura e portata della presente relazione

La presente Relazione, ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile, ha la finalità di illustrare i metodi seguiti dagli Amministratori di BFF e DEPO, le eventuali difficoltà dagli stessi incontrate nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, 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, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Banche stesse. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori di BFF e DEPO, avvalendosi, questi ultimi, dell'assistenza fornita dal consulente finanziario incaricato.

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 direttamente da BFF e DEPO i documenti e le informazioni ritenute utili ai fini del nostro incarico. Più in particolare, abbiamo ottenuto la seguente principale documentazione:

- Il Progetto di Fusione approvato dagli Amministratori di BFF e DEPO in data 24 giugno 2020 che include le situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile rappresentate dai bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2019 delle Banche.

- Le Relazioni degli Amministratori approvate dagli Amministratori di BFF e DEPO rispettivamente in data 22 dicembre 2020 e in data 17 dicembre 2020 nonché le rispettive bozze forniteci in via preliminare.
- La relazione dal titolo "All. 3 Relazione CdA - Parere sul rapporto di concambio Gaber" e la relazione dal titolo "All. 4 Rapporto di concambio - Valutazione e metodologia a supporto" predisposte a giugno 2020 dal *management* di BFF a corredo del Progetto di Fusione BFF circa i criteri adottati per la determinazione del Rapporto di Cambio.
- La relazione dal titolo "All. 1-P. di Fusione-Backup Concambio" predisposta a dicembre 2020 dal management di BFF a corredo della Relazione degli Amministratori di BFF circa i criteri adottati per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché le relative analisi di sensitività sviluppate alla luce della Raccomandazione di Banca d'Italia del 16 dicembre 2020.
- Lo SPMA sottoscritto dalle parti in merito alla complessiva Operazione all'interno della quale si inserisce la Fusione.
- La relazione dal titolo "Pjt Pluto - *Fairness Opinion* sulla congruità del rapporto di cambio nel contesto della fusione per incorporazione di DEPObank S.p.A. in Banca Farmafactoring S.p.A. - Giugno 2020" predisposta da KPMG.
- Le analisi di sensitività sviluppate da DEPO alla luce della Raccomandazione di Banca d'Italia del 16 dicembre 2020.
- La bozza della relazione dal titolo "Pjt Gaber - Financial and Regulatory Due Diligence Report" predisposta da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ("PwC Advisory"), che ha supportato BFF in talune attività nell'ambito dell'Operazione.
- La seguente documentazione, utilizzata dagli Amministratori di BFF e DEPO e dai rispettivi consulenti finanziari:
 - *SREP Letter* inviata da Banca di Italia a DEPO in data 3 giugno 2019 recante la decisione sul capitale regolamentare;
 - Resoconto ICAAP e ILAAP relativo all'esercizio 2018 di DEPO approvato dagli Amministratori di DEPO ad aprile 2019;
 - Documento denominato "Presentazione Budget 2020 e Forecast 2019" predisposto dal *management* di DEPO e approvato dagli Amministratori in data 19 dicembre 2019;

- Piano Strategico 2019 - 2023 di DEPO approvato dagli Amministratori in data 21 febbraio 2019;
- Aggiornamento del Piano Strategico DEPO approvato dagli Amministratori di DEPO in data 19 marzo 2020;
- Relazione "Impatti Covid" predisposta dal *management* di DEPO e presentata dagli Amministratori in data 28 aprile 2020, contenente le stime circa gli impatti derivanti dalla diffusione dell'epidemia da Covid-19 sui risultati attesi per l'anno 2020;
- Proiezioni economiche e patrimoniali relative al periodo 2020 - 2023 di DEPO, comprensive dell'evoluzione attesa delle attività ponderate per il rischio (*Risk-weighted Assets - "RWA"*) sviluppate dalla Banca a maggio 2020 sulla base dello scenario base stimato dal *management* di DEPO in merito agli impatti derivanti dalla diffusione dell'epidemia da Covid-19 ("Proiezioni DEPO").
- La relazione "DEPObank Impairment test FY19" approvata dagli Amministratori di DEPO in data 6 aprile 2020, contenente le risultanze del *test di impairment* degli avviamenti e delle attività immateriali a vita utile definita iscritti nell'attivo dello stato patrimoniale del bilancio chiuso al 31 dicembre 2019.
- Le analisi sviluppate dal management DEPO in merito alla verifica sulla tenuta del valore dell'avviamento iscritto nella situazione economico - patrimoniale della stessa alla data del 30 giugno 2020.
- Le seguenti relazioni predisposte da Mazars Italia S.p.A. su incarico di BFF in relazione ai *test di impairment* svolti al 31 dicembre 2019 e al 30 giugno 2020:
 - "Banca Farmafactoring S.p.A. - Analisi valutative a supporto dell'*impairment test* del valore dell'avviamento relativo alla CGU BFF Iberia" del 7 febbraio 2020;
 - "Banca Farmafactoring S.p.A. - Analisi valutative a supporto dell'*impairment test* del valore dell'avviamento relativo alla CGU BFF Iberia al 30 giugno 2020" del 3 agosto 2020;
 - "Banca Farmafactoring S.p.A. - Analisi valutative a supporto dell'*impairment test* del valore dell'avviamento relativo alla CGU BFF Polska Group" del 7 febbraio 2020;
 - "Banca Farmafactoring S.p.A. - Analisi valutative a supporto dell'*impairment test* del valore dell'avviamento relativo alla CGU BFF Polska Group al 30 giugno 2020" del 3 agosto 2020.

- Le proiezioni economiche e patrimoniali, corredate da stime sul capitale regolamentare relative al periodo 2020 – 2022 inerenti BFF (le “Proiezioni BFF” e, congiuntamente con le Proiezioni DEPO, le “Proiezioni delle Banche”).

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

- Il bilancio d’esercizio di DEPO al 31 dicembre 2019, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. che ha emesso la propria relazione di revisione con un giudizio senza modifiche sul bilancio in data 16 aprile 2020.
- Il bilancio individuale e il bilancio consolidato di BFF al 31 dicembre 2019, corredati dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. (“PwC”) che ha emesso le proprie relazioni di revisione con un giudizio senza modifiche sui suddetti bilanci in data 12 marzo 2020.
- L’informativa al pubblico relativa al Pillar III approvata dal Consiglio di Amministrazione di BFF (“Pillar III”) relativa agli esercizi 2018 e 2019.
- La relazione finanziaria consolidata semestrale di BFF al 30 giugno 2020 corredata dalla relazione della società di revisione PwC emessa in data 7 agosto 2020.
- La situazione economico – patrimoniale, nonché schemi inerenti il capitale regolamentare e il calcolo della leva finanziaria alla data del 30 giugno 2020 di DEPO, approvati dagli Amministratori in data 4 agosto 2020, corredate da nota esplicativa.
- I “Prospetti contabili individuali e consolidati di BFF redatti esclusivamente ai fini dell’eventuale inclusione dell’utile di periodo nel capitale primario di classe 1” al 30 settembre 2020 approvati dagli Amministratori di BFF in data 10 novembre 2020 (“Situazioni al 30 settembre 2020”) corredate dalle relazioni della società di revisione PwC emesse in data 11 novembre 2020.
- La “Situazione trimestrale dei conti al 30 settembre 2020” approvata dagli Amministratori di DEPO in data 5 novembre 2020.
- Gli statuti sociali vigenti di BFF e DEPO.
- Il comunicato stampa di BFF del 30 marzo 2020, relativo alla decisione da parte degli Amministratori di adeguarsi alle raccomandazioni di BCE e di Banca d’Italia in merito alla non distribuzione del dividendo per gli esercizi 2019 e 2020 e la contestuale delibera di rendere il pagamento del dividendo a valere sul risultato di esercizio 2019 (pari a Euro 70,9 milioni) non esperibile in data anteriore al 1° ottobre 2020.
- L’autorizzazione rilasciata da Banca d’Italia a BFF in data 9 dicembre 2020 in merito alla Fusione e alle modifiche allo Statuto Sociale derivanti dalla Fusione stessa.

- L'autorizzazione rilasciata dalla Banca Centrale Europea a BFF in data 9 dicembre 2020 avente ad oggetto (i) lo svolgimento di alcuni servizi e attività di investimento, (ii) lo svolgimento delle attività di banca depositaria e (iii) l'emissione di assegni circolari.
- L'autorizzazione rilasciata da Banca Centrale Europea a BFF in data 9 dicembre 2020 in merito alla complessiva Operazione.

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 BFF e DEPO in data 23 dicembre 2020, a firma dei rispettivi legali rappresentanti, 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 che comportino una variazione dello stesso.

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

5.1 Premessa

Ai fini della prospettata Fusione, gli Amministratori di BFF e DEPO hanno individuato il seguente Rapporto di Cambio:

n. 4,2233377 azioni BFF ogni n. 1 azione DEPO

senza prevedere alcun conguaglio in denaro.

In particolare, ai fini della determinazione del predetto Rapporto di Cambio:

- gli Amministratori di BFF si sono avvalsi del supporto di valutazioni interne svolte dall'Unità Organizzativa Amministrazione e Finanza e dalla Funzione *Investor Relator, Strategy and M&A* che, dopo un accurato esame, hanno condiviso e fatto proprie;
- gli Amministratori di DEPO si sono avvalsi del supporto del consulente finanziario KPMG, che nell'ambito dell'incarico conferitogli, ha rilasciato una *Fairness Opinion*. Gli Amministratori di DEPO, dopo averli esaminati, hanno condiviso e fatto propri i metodi, le assunzioni e le valutazioni di KPMG.

5.2 Considerazioni metodologiche generali

Approccio metodologico

Le valutazioni degli Amministratori di BFF e DEPO nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio sono state effettuate secondo principi e metodi utilizzati nella prassi professionale nel settore di riferimento.

Tali valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima relativa dei valori di BFF e DEPO, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Banche considerate singolarmente, e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione. L'obiettivo perseguito è stato quello di definire, attraverso metodologie e assunzioni omogenee, valori confrontabili delle Banche al fine di giungere alla fissazione di un intervallo ragionevole del Rapporto di Cambio e pertanto, in nessun caso, le stesse valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di valore assoluto delle Banche oggetto della prospettata Fusione.

Le valutazioni degli Amministratori sono state svolte su base individuale (*stand alone*) e in ipotesi di continuità aziendale, senza considerare sostanziali mutamenti di direzione e gestione e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili.

In tale ampio contesto, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori di BFF hanno fatto riferimento alle seguenti metodologie valutative:

- Metodo del *Dividend Discount Model*, quale metodologia principale.
- Metodo dei Multipli di Borsa, quale metodologia di controllo.

Gli Amministratori di DEPO, facendo proprie le analisi sviluppate dal consulente finanziario KPMG, hanno fatto invece riferimento alle seguenti metodologie valutative congiuntamente considerate:

- Metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital*.
- Metodo dei Multipli di Borsa.
- Metodo delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price.

Stanti i criteri di valutazione utilizzati, come di seguito descritti, le valutazioni effettuate dagli Amministratori delle Banche sono riferite alle condizioni economiche e di mercato alla data del 12 maggio 2020, ossia il giorno precedente a quello in cui le stesse hanno provveduto a comunicare al mercato l'operazione di Fusione.

Come riportato dagli Amministratori, le stime delle Banche sono state inoltre sviluppate coerentemente con la Raccomandazione di Banca d'Italia del 27 marzo 2020 in un'ottica *ex-dividend*. In particolare, le stime degli Amministratori sono state svolte al netto del dividendo di BFF comunicato al mercato in data 20 febbraio 2020 e ipotizzato in distribuzione in un momento antecedente al perfezionamento della Fusione.

A seguito della successiva Raccomandazione di Banca d'Italia del 16 dicembre 2020, gli Amministratori delle Banche hanno svolto delle analisi di sensitività considerando gli impatti derivanti da tale raccomandazione in termini di limitazione alla distribuzione dei dividendi sul Rapporto di Cambio.

5.3 Descrizione dei metodi di valutazione

Sono di seguito riportate le descrizioni delle metodologie valutative adottate dagli Amministratori di BFF e DEPO ai fini della stima del Rapporto di Cambio.

Il Dividend Discount Model

Il metodo del *Dividend Discount Model* ("DDM") si basa sull'ipotesi che il valore di un'impresa sia pari al valore attuale dei dividendi potenzialmente distribuibili in futuro.

In base a questa metodologia, il valore di un'impresa è pari alla somma del valore dei dividendi futuri attualizzati e del valore terminale della stessa, calcolati secondo la formula seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + ke)^t} + \frac{TV}{(1 + ke)^n}$$

dove:

W = Valore economico dell'impresa

D_t = Dividendo potenzialmente distribuibile, nel periodo t-esimo

n = Numero degli anni di proiezione

ke = Costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione dei dividendi)

TV = *Terminal Value*, che esprime il valore dei dividendi potenzialmente distribuibili oltre il periodo di previsione esplicita

I Multipli di Borsa

Secondo il criterio dei Multipli di Borsa, il valore di un'impresa si determina assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a imprese aventi caratteristiche comparabili a quelle oggetto di valutazione.

Il criterio si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

Le Quotazioni di Borsa e i Target Price

Il metodo delle Quotazioni di Borsa rappresenta un approccio di rilevazione diretta e consiste nel riconoscere all'azienda un valore basato sui prezzi espressi dal relativo titolo sul mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate. In particolare, ai fini dell'applicazione di tale metodologia è necessario che le società oggetto di valutazione siano dotate di sufficiente flottante e che i titoli delle stesse siano sufficientemente liquidi e negoziati in mercati caratterizzati da un adeguato livello di efficienza.

Il metodo dei Target Price, invece, consiste nel riconoscere all'azienda un valore basato sulle raccomandazioni espresse dagli analisti finanziari in merito ai "prezzo obiettivo" o "target price" dei titoli stessi.

Secondo questa metodologia, applicabile in presenza di una copertura adeguata da un punto di vista qualitativo e quantitativo dei titoli oggetto di valutazione, il valore dell'impresa è stimato sulla base della media dei *target price* individuati dagli analisti finanziari.

5.4 Applicazione dei metodi di valutazione da parte degli Amministratori di BFF

Applicazione del metodo DDM

Gli Amministratori di BFF hanno adottato il metodo DDM quale metodologia principale. Al fine dell'applicazione del metodo in esame, coerentemente con la formula valutativa precedentemente riportata, gli Amministratori di BFF hanno fatto riferimento agli elementi di seguito descritti.

- Le aspettative reddituali di DEPO per il periodo 2020-2023 sono state desunte dalle Proiezioni DEPO comprensive degli effetti derivanti dalla pandemia Covid-19 fornite dall'Incorporanda. Le aspettative reddituali di BFF per il periodo 2020-2022, invece, in considerazione dell'indisponibilità di un piano industriale aggiornato anche alla luce degli impatti da Covid-19, sono state estrapolate da una selezione di *report* di analisti finanziari pubblicati nel periodo compreso tra la data di comunicazione al mercato dei risultati 2019 e il 12 maggio 2020. Gli Amministratori hanno inoltre provveduto a stimare le attese per il 2023 di BFF in funzione di specifici tassi di crescita finalizzati a riflettere un livello di crescita normalizzata di medio/lungo termine.
- Ai fini della stima dei dividendi potenzialmente distribuibili, gli Amministratori di BFF hanno considerato i seguenti elementi:
 - Con riferimento a BFF sono stati considerati i dividendi attesi dal consensus degli analisti finanziari alla data del 12 maggio 2020;
 - Con riferimento a DEPO, invece, in assenza di stime da parte degli analisti finanziari essendo una società non quotata, i dividendi sono stati stimati, sulla base delle Proiezioni DEPO, quale eccesso di capitale in relazione al *Common Equity Tier 1* e al *Leverage Ratio Target*.

- Il costo del capitale è stato stimato sulla base dell'applicazione del metodo del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"). In particolare, il costo del capitale utilizzato ai fini della valorizzazione delle Banche - compreso rispettivamente tra 10% e 11% per BFF e tra 9,5% e 10,5% per DEPO - è stato stimato applicando la metodologia del CAPM rispettivamente alle banche Italiane e alle banche depositarie globali, individuando un *range* sulla base di un'analisi di sensitività sul costo del capitale sviluppata al fine di tenere conto delle specificità relative a ciascuna singola entità.
- Il *Terminal Value* è stato determinato per entrambe le Banche in funzione di un multiplo al termine del periodo di proiezione esplicita stimato sulla base della redditività al termine dell'orizzonte coperto dalle proiezioni, del costo del capitale proprio e di un tasso di crescita di lungo periodo compreso tra 0,5% e 1,0%.

Applicazione del metodo dei Multipli di Borsa

Gli Amministratori di BFF hanno adottato il metodo dei Multipli di Borsa con finalità di controllo. Al fine dell'applicazione del metodo in esame, gli Amministratori di BFF hanno fatto riferimento agli elementi di seguito descritti.

- Campioni di società quotate operanti nei settori di riferimento delle Banche. In particolare, con riferimento a BFF è stato fatto riferimento ad un campione di società operanti nel settore dello *speciality finance, consumer finance e debt collection* mentre con riferimento a DEPO è stato fatto riferimento a due campioni di società operanti rispettivamente nel settore *payments e security services*.
- I prezzi delle società comparabili individuate sulla base della media delle quotazioni registrate nei 12 mesi precedenti il 12 maggio 2020 compreso.
- Sono stati considerati i rapporti Prezzo/Utili Netti ("P/E") sulla base degli utili netti attesi per gli esercizi 2020 e 2021 con riferimento ad un campione di società comparabili.

I rapporti medi e mediani individuati come sopra riportati sono stati poi applicati per entrambe le Banche agli utili netti attesi dalle Proiezioni delle Banche. Con specifico riferimento a DEPO, le attese reddituali sono state rettificata al fine di escludere i benefici fiscali ACE.

Risultati emersi dall'applicazione delle metodologie valutative

Sulla base dell'applicazione delle metodologie sopra riportate, gli Amministratori di BFF sono pervenuti ai seguenti risultati:

Metodologie	Rapporto di cambio (numero azioni BFF per ogni azione DEPO)	
	Minimo	Massimo
Metodologia principale		
DDM	3,94x	4,42x
Metodologia di controllo		
Multipli di Borsa	3,06x	4,46x

5.5 Applicazione dei metodi di valutazione da parte degli Amministratori di DEPO

Applicazione del metodo DDM

Gli Amministratori di DEPO hanno fatto riferimento al metodo DDM nella sua accezione c.d. *Excess Capital*, ovvero considerando i potenziali dividendi distribuibili mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza. Al fine dell'applicazione del DDM, coerentemente con la formula valutativa precedentemente riportata, gli Amministratori di DEPO hanno fatto riferimento agli elementi di seguito descritti.

- Coerentemente con quanto effettuato da BFF, gli Amministratori di DEPO hanno fatto riferimento alle Proiezioni delle Banche determinate come precedentemente rappresentato.
- Ai fini della stima dei flussi di dividendi potenzialmente distribuibili è stato fatto riferimento a dei coefficienti minimi di patrimonializzazione di BFF e DEPO rispettivamente pari ad un *Total Capital Ratio* pari a 15% e ad un *Leverage Ratio* pari a 3,5%. Nell'ambito delle analisi di sensitività effettuate sono state considerate variazioni di +/- 50 *basis points* del *Total Capital Ratio* di BFF e di +/- 10 *basis points* del *Leverage Ratio* di DEPO.

- Il costo del capitale è stato stimato secondo l'approccio del CAPM. In particolare, per quanto riguarda BFF, è stato fatto riferimento alla rischiosità mediamente osservabile nel settore dello *speciality finance* e determinato un costo del capitale proprio pari a 10,20%. Per quanto riguarda DEPO, invece, è stato fatto riferimento alla rischiosità mediamente osservabile nelle banche depositarie e nel settore dei *payments* e determinato un costo del capitale proprio pari a 10,47%. Sia con riferimento a BFF che a DEPO è stato considerato un analogo premio specifico determinato tenendo conto del profilo dimensionale e dell'aumento della volatilità dei mercati finanziari generato dal Covid-19. Nell'ambito delle analisi di sensitività effettuate sono state considerate variazioni di +/- 25 *basis points* dei parametri individuati.
- Il *Terminal Value* è stato determinato per entrambe le Banche sulla base delle attese reddituali al termine del periodo coperto dalle proiezioni delle Banche e di un tasso di crescita di lungo periodo pari a 1,50%.

Applicazione del metodo dei Multipli di Borsa

Al fine dell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa, gli Amministratori di DEPO hanno fatto riferimento agli elementi di seguito descritti.

- I medesimi campioni di società comparabili osservati con riferimento alla stima dei coefficienti *Beta* nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM.
- I prezzi di chiusura delle società comparabili individuate alla data del 12 maggio 2020.
- Sono stati considerati i rapporti P/E sulla base degli utili netti attesi per gli esercizi 2020 e 2021 con riferimento ad un campione di società comparabili.

I rapporti medi individuati come sopra riportati sono stati poi applicati per entrambe le Banche agli utili netti attesi in base alle Proiezioni delle Banche, tenendo inoltre conto dell'eccesso di capitale - ante eventuale distribuzione di dividendi - presente al 31 dicembre 2019 determinato coerentemente con i requisiti minimi di patrimonializzazione adottati nell'ambito dell'applicazione del metodo del DDM. Inoltre, con specifico riferimento a DEPO: (i) sono state considerate proiezioni rettifiche al fine di escludere i benefici fiscali ACE e gli ammortamenti delle attività intangibili a vita utile definita e (ii) è stato tenuto conto di uno sconto di liquidità pari al 25% in considerazione del fatto che le azioni DEPO, a differenza di quelle delle società del campione adottato per la rilevazione dei multipli, non sono quotate.

Applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price

Al fine dell'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price – applicabile per la sola BFF- gli Amministratori hanno fatto riferimento a quanto di seguito riportato.

- Il prezzo di chiusura del titolo BFF alla data del 12 maggio 2020.
- I *target price* pubblicati dagli analisti finanziari che seguono il titolo BFF alla data del 12 maggio 2020.
- Il dividendo atteso in distribuzione così come comunicato da BFF in data 20 febbraio 2020.

Le stime derivante dall'applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price di BFF sono stati posti a confronto con i valori di DEPO derivanti dal metodo dei Multipli di Borsa, in considerazione della circostanza che le azioni dell'Incorporanda non risultano essere quotati su mercati regolamentati.

Risultati emersi dall'applicazione delle metodologie valutative

Sulla base dell'applicazione delle metodologie sopra riportate, gli Amministratori di DEPO sono pervenuti ai seguenti risultati:

Metodologie	Rapporto di cambio (numero azioni BFF per ogni azione DEPO)	
	Minimo	Massimo
Metodologie principali		
DDM	3,6x	4,4x
Multipli di Borsa	3,0x	4,4x
Quotazioni di Borsa e Target Price	3,0x	5,7x

6 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli Amministratori di BFF e DEPO

Tenuto conto di quanto precedentemente riportato, gli Amministratori di BFF e DEPO hanno individuato il seguente Rapporto di Cambio:

n. 4,2233377 azioni BFF ogni n. 1 azione DEPO

senza prevedere alcun conguaglio in denaro.

Il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori delle Banche è risultato inoltre mediamente ricompreso negli intervalli derivanti dalle analisi di sensitività sviluppate in funzione della Raccomandazione di Banca d'Italia del 16 dicembre 2020 e considerando gli impatti derivanti in termini di limitazione alla distribuzione dei dividendi.

7 Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dagli Amministratori

7.1 Limiti e difficoltà di riscontrati dagli Amministratori di BFF

Le principali difficoltà riscontrate dagli Amministratori di BFF, come specificatamente indicato nella Relazione degli Amministratori BFF, nella determinazione del Rapporto di Cambio possono essere così sintetizzate:

- **Proiezioni economico-finanziarie:** tali proiezioni, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni stesse. Con specifico riferimento a BFF, inoltre, le analisi sono state basate su stime prospettive degli analisti finanziari alla data del 12 maggio 2020 che sono per loro natura incerte ed aleatorie, specie nell'attuale contesto caratterizzato dalla pandemia da Covid-19. Di conseguenza, riportano gli Amministratori di BFF, le valutazioni effettuate potrebbero variare anche significativamente in relazione all'andamento di mercato e alle aspettative degli analisti finanziari successive a tale data.
- **Azioni di DEPO:** tali azioni non sono quotate su mercati regolamentati e, pertanto, non vi è la possibilità di riscontrare (i) i prezzi di borsa e (ii) le considerazioni degli analisti finanziari che seguono il titolo.
- **Società quotate comparabili a DEPO:** in considerazione della dimensione e della tipologia di operatività, gli Amministratori di BFF non hanno riscontrato società comparabili strettamente paragonabili a DEPO. Pertanto, con riferimento all'applicazione del metodo di controllo dei Multipli di Borsa, hanno fatto riferimento a società operanti a livello globale nei *business Payments* e *Security Services* al fine di valorizzare DEPO coerentemente con il suo *business model*.
- **Società quotate comparabili a BFF:** gli Amministratori hanno riscontrato l'assenza di stime economiche per il 2022 con riferimento alla maggior parte delle società comparabili selezionate per BFF ai fini dell'applicazione del metodo di controllo dei Multipli di Borsa.

7.2 Limiti e difficoltà di riscontrati dagli Amministratori di DEPO

Gli Amministratori di DEPO hanno fatto riferimento alle difficoltà di seguito sintetizzate nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio, come specificatamente indicato nella Relazione degli Amministratori DEPO:

- **Valutazioni effettuate:** le valutazioni di BFF e DEPO sono state effettuate per pervenire alla quantificazione in termini relativi del valore del capitale economico delle Banche, per ottenere valori significativamente confrontabili. Per tale motivo, compatibilmente con il rispetto degli elementi distintivi di ciascuna delle Banche partecipanti alla Fusione, gli Amministratori di DEPO hanno privilegiato il principio della sostanziale omogeneità dei criteri e dei metodi valutativi applicati. Conseguentemente, i valori dei capitali economici sono dunque da ritenersi validi a soli fini comparativi e relativi; essi non possono quindi essere considerati quale indicazione di valore assoluto delle Banche. BFF e DEPO sono state inoltre valutate in base al criterio dell'autonomia (*stand-alone*) e in ipotesi di continuità aziendale (*going concern*), senza considerare sostanziali mutamenti di direzione e gestione e alla sola luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili.
- **Analisi condotte su BFF:** le analisi valutative condotte relativamente a BFF sono state sviluppate con un approccio "*desk*", sulla base di dati pubblici senza alcun accesso a dati riservati dell'Incorporante e senza alcuna discussione con le figure apicali della stessa.
- **Eventi straordinari e non prevedibili:** le valutazioni sono state effettuate alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non prevedibili (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali, ecc.).
- **Scenari:** gli Amministratori di DEPO hanno ritenuto che, con riferimento all'attuale contesto economico italiano, europeo e mondiale, alla data di emissione della Relazione degli Amministratori DEPO, non risultassero disponibili scenari affidabili relativi al settore bancario italiano ed europeo, alla luce dell'elevata incertezza legata ai potenziali impatti dell'emergenza COVID-19 in termini sia di durata che di effetti sull'economia nazionale ed internazionale, nonché sul settore bancario nello specifico.
- **Azioni di DEPO:** in considerazione della circostanza che le azioni di DEPO non risultano quotate su mercati regolamentati, il raffronto ai fini della determinazione dell'intervallo di rapporti di cambio che ha previsto l'utilizzo dei metodi delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price ha avuto ad oggetto - al fine di preservare la comparabilità della stima - il valore equo di DEPO desunto dall'applicazione dei Multipli di Borsa, considerando tale valore quale possibile assimilazione di un'ipotetica quotazione.

- Dividendi: le valutazioni sono state effettuate in un'ottica *ex-dividend* e pertanto assumendo la distribuzione del dividendo di BFF, così come comunicato al mercato, precedentemente al perfezionarsi della Fusione.
- Proiezioni economiche-finanziarie: le valutazioni in termini relativi sono state condotte prendendo a riferimento (i), nel caso di DEPO, le Proiezioni DEPO inclusive degli effetti del COVID-19 predisposte dal *management* di DEPO a maggio 2020 e (ii) nel caso di BFF, le Proiezioni BFF desunte dai *report* prodotti dagli analisti finanziari.

8 Lavoro svolto

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

- Analisi del Progetto di Fusione approvato dagli Amministratori delle Banche in data 24 giugno 2020.
- Analisi del comunicato stampa congiunto delle Banche del 13 maggio 2020, nonché dell'ulteriore documentazione pubblicata dalle Banche allo scopo di descrivere i razionali dell'operazione di Fusione.
- Analisi delle Relazioni degli Amministratori di BFF e DEPO redatte ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile - approvate rispettivamente in data 22 dicembre 2020 e 17 dicembre 2020 - e riscontro del loro sostanziale allineamento alle bozze precedentemente forniteci.
- Verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori in merito ai metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio.
- Lettura dello SPMA sottoscritto da Equinova, BFF e (limitatamente ad alcune previsioni contrattuali) da DEPO in data 13 maggio 2020.
- Analisi della presentazione e della *Fairness Opinion* di KPMG a supporto degli Amministratori di DEPO nell'ambito della determinazione del Rapporto di Cambio.
- Analisi critica (i) dei metodi di valutazione sviluppati dagli Amministratori delle Banche e (ii) delle analisi di sensitività sviluppate dagli stessi a seguito della Raccomandazione di Banca d'Italia del 16 dicembre 2020 e 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 di BFF e DEPO 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.

- Discussione con il *management* delle Banche e con i consulenti finanziari incaricati circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate.
- Discussione con il *management* di DEPO delle assunzioni alla base della redazione delle Proiezioni DEPO, fermi restando le incertezze ed i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale.
- Presa visione del report di *Due Diligence* di PwC Advisory su DEPO emesso in data 6 febbraio 2020.
- Presa visione delle lettere autorizzative rilasciate da Banca d'Italia e da Banca Centrale Europea in data 9 dicembre 2020.
- Analisi dell'andamento delle quotazioni di Borsa del titolo BFF, del relativo indice di volatilità e di *turnover* in vari differenti intervalli temporali fino alla data del 21 dicembre 2020.
- Sviluppo di analisi di sensitività e di considerazioni valutative autonome, per le finalità della presente relazione, tratte dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione.
- Verifica della coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e con la documentazione utilizzata comunicata al precedente paragrafo 4.
- 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.
- In relazione alle situazioni patrimoniali ex articolo 2501-*quater* del Codice Civile e, ove oggetto di revisione, sulle situazioni infrannuali predisposte dalla Banche nel corso del 2020, svolto incontri e discussioni con le società incaricate della revisione legale delle Banche relativamente e nella misura necessaria al raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3.
- Analisi critica dei bilanci individuali e consolidati di BFF relativi all'esercizio 2019, della relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2020 e delle Situazioni al 30 settembre 2020 nonché della presentazione in merito ai risultati al 31 marzo 2020.
- Analisi e confronti, in diversi intervalli temporali e sino alla data del 21 dicembre 2020, delle quotazioni di borsa di BFF e dei relativi volumi e, in particolare, della liquidità che contraddistingue il titolo e della significatività dei prezzi osservati.

- Analisi critica del bilancio di DEPO relativo all'esercizio 2019, nonché della situazione economica-patrimoniale al 30 giugno 2020 e della Situazione trimestrale al 30 settembre 2020.
- Ottenimento di attestazione che, per quanto rispettivamente a conoscenza di BFF e DEPO, 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.

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

9.1 Premessa

Riteniamo opportuno sottolineare come la finalità principale del processo valutativo adottato dagli Amministratori di BFF e DEPO 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 delle società interessate 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".

9.2 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 di BFF e DEPO.

- Le Relazioni degli Amministratori delle Banche approfondiscono solo in parte le modalità applicative delle metodologie valutative ed i relativi parametri adottati. Ai fini del nostro lavoro, così come riportato nel precedente paragrafo 8, abbiamo tuttavia ricevuto da BFF e da DEPO i dettagli necessari allo svolgimento del nostro incarico.

- Le valutazioni sono state predisposte in prospettiva di continuità aziendale e in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie, costi e oneri derivanti dall'Operazione nel suo complesso. Tale approccio risulta coerente con la dottrina e la prassi valutativa.
- Le valutazioni sono state svolte in un'ottica *ex-dividend*, coerentemente con la Raccomandazione di Banca d'Italia del 27 marzo 2020 e pertanto assumendo la distribuzione del monte dividendi comunicato al mercato da BFF in via antecedente al perfezionamento della Fusione. Alla luce della Raccomandazione di Banca d'Italia del 16 dicembre 2020, gli Amministratori delle Banche hanno svolto specifiche analisi di sensitività al fine di considerare gli impatti in termini di limitazione alla distribuzione di dividendi derivanti da tale raccomandazione. Il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori delle Banche è risultato mediamente ricompreso all'intero degli intervalli derivanti da tali analisi di sensitività.
- Gli Amministratori delle Banche hanno svolto – in modo indipendente – le rispettive analisi valutative, adottando approcci metodologici in parte diversi. Tuttavia, entrambe le Banche, in linea con le indicazioni della migliore dottrina, hanno fatto ricorso ad una pluralità di metodi valutativi, sottoponendo a verifica sostanziale i risultati derivanti dall'applicazione dei singoli metodi.
- Entrambi gli approcci valutativi seguiti dagli Amministratori delle Banche risultano coerenti e complessivamente in linea con la prassi valutativa, la tecnica e la migliore dottrina professionale prevalente. In particolare, le valutazioni del capitale economico di BFF e DEPO sono state effettuate utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale nel settore di riferimento.
- Nel loro complesso, le metodologie valutative adottate permettono di tenere conto (i) della redditività prospettica delle due Banche, (ii) della rispettiva configurazione patrimoniale e (iii) delle indicazioni di valore fornite dai mercati finanziari, direttamente o attraverso l'osservazione di realtà ritenute comparabili.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori di BFF e DEPO hanno considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.
- Gli approcci metodologici adottati ed il relativo sviluppo applicativo seguito hanno consentito nella sostanza di rispettare il criterio dell'omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori ottenuti tramite l'applicazione dei suddetti metodi.

- Ai fini valutativi è stato fatto riferimento a: (i) le Proiezioni DEPO aggiornate su base *stand-alone*, elaborate dal *management* dell'Incorporanda e (ii) le Proiezioni BFF, desunte dalle stime prospettiche riportate degli analisti finanziari alla data del 12 maggio 2020, in considerazione dell'indisponibilità di proiezioni aggiornate elaborate dall'Incorporante. Al fine di rappresentare una situazione normalizzata di medio/lungo termine, il *management* di BFF ha inoltre esteso di un esercizio le principali attese degli analisti finanziari.
- Il metodo DDM è un criterio di stima analitico comunemente adottato dalla prassi professionale nei settori di riferimento e fondato su dati economici e finanziari della società oggetto di stima. Tale metodologia tiene compiutamente conto delle prospettive reddituali e finanziarie e, nella sua accezione c.d. *Excess Capital*, delle consistenze patrimoniali e dei requisiti di patrimonializzazione delle società oggetto di valutazione.
- Nell'ambito di applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori di BFF e DEPO hanno fatto riferimento a specifici parametri valutativi. Tali parametri, stimati autonomamente dagli Amministratori delle Banche in funzione di differenti fonti e osservazioni, si collocano all'interno di intervalli sostanzialmente ragionevoli, coerenti con i dati osservabili sul mercato. Coerentemente alle indicazioni della prassi, sono state, inoltre, svolte analisi di sensitività in merito ai principali parametri valutativi adottati (costo del capitale, tasso di crescita di lungo termine, requisito di patrimonializzazione minimo). I suddetti parametri sottoposti ad analisi di sensitività sono quelli abitualmente utilizzati nella prassi. Non sono state svolte analisi di sensitività sui dati prospettici adottati ai fini valutativi.
- Il metodo dei Multipli di Borsa è comunemente utilizzato nella prassi valutativa e il suo utilizzo nel caso in esame riflette la rilevanza riconosciuta dagli Amministratori alle prospettive di mercato. Coerentemente con la prassi valutativa nel settore di riferimento è stato fatto riferimento ai moltiplicatori P/E stimati in funzione della profittabilità attesa.
- Nell'ambito dell'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa abbiamo riscontrato i seguenti elementi:
 - sia gli Amministratori di BFF che quelli di DEPO hanno provveduto a rettificare i risultati di DEPO in funzione delle poste ritenute non ricorrenti, ovvero non caratteristiche dell'attività svolta, tra le quali anche il beneficio ACE. Tale beneficio, sulla base di quanto rappresentatoci, in funzione della vigente normativa fiscale risulta avere una durata indefinita;

- o gli Amministratori di BFF, a differenza degli Amministratori di DEPO e in considerazione della circostanza che il metodo dei Multipli di Borsa rappresenta una metodologia di controllo, non hanno ritenuto di applicare alcuno sconto di liquidità a DEPO, seppur le azioni dell'Incorporanda - a differenza delle società osservate per la rilevazione dei moltiplicatori e dell'Incorporante - non risultino quotate su un mercato regolamentato;
- o gli Amministratori di DEPO hanno provveduto a sommare al valore delle Banche ottenuto attraverso l'applicazione dei Multipli di Borsa l'eccesso di capitale presente al 31 dicembre 2019 stimato sulla base dei requisiti di patrimonializzazione minimi adottati nell'ambito del metodo DDM. Con specifico riferimento a BFF tale eccesso di capitale è principalmente rappresentato dal dividendo previsto in distribuzione coerentemente con la Raccomandazione di Banca d'Italia del 27 marzo 2020;
- o gli Amministratori di DEPO hanno fatto riferimento a limiti di significatività (*cap e floor*) dei multipli osservati non sempre coerenti tra loro ed applicati in maniera omogenea.

Nell'ambito delle nostre attività, abbiamo provveduto a sviluppare specifiche analisi di sensitività in merito a tali aspetti applicativi riscontrati nel procedimento valutativo, pervenendo a risultati ricompresi negli intervalli di Rapporto di Cambio determinati dagli Amministratori delle Banche.

- Le azioni BFF, a differenza delle azioni di DEPO, risultano quotate sul Segmento *Mid Cap* del Mercato MTA gestito da Borsa Italiana. Il metodo delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price, adottato esclusivamente dagli Amministratori di DEPO, è abitualmente utilizzato nella prassi valutativa con riferimento a società quotate su mercati regolamentati, al fine di fornire indicazioni in merito alle valorizzazioni dirette riconosciute dal mercato. Nell'ambito del complessivo approccio valutativo volto alla determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori di DEPO hanno quindi rapportato i risultati del metodo delle Quotazioni di Borsa e dei Target Price, applicato alle azioni BFF, ai risultati del metodo dei Multipli di Mercato, applicato alle azioni DEPO come approssimazione del valore di mercato delle stesse.

10 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 7, abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, nonché nell'attuale contesto di mercato.

Ciò premesso, si evidenziano gli aspetti di seguito indicati:

- Come indicato nei precedenti paragrafi, gli Amministratori di ciascuna delle Banche, nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, hanno considerato assunzioni e ipotesi soggettive determinate nell'ambito del proprio autonomo processo di stima e pertanto differenziate fra loro. Tali scelte sono state peraltro applicate dagli Amministratori di BFF e DEPO in modo sostanzialmente coerente ed omogeneo nelle valutazioni delle Banche coinvolte nella Fusione. La pluralità di ipotesi e assunzioni applicate nell'ambito degli stessi metodi da parte degli Amministratori di ciascuna delle Banche ha comportato, ai fini del nostro incarico, l'analisi comparata e la considerazione complessiva delle scelte valutative adottate dagli Amministratori di BFF e DEPO, al fine di esprimere un giudizio sulla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati.
- 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.
- Le stime effettuate dagli Amministratori di BFF e DEPO sono state svolte anche in funzione delle Proiezioni delle Banche. Con riferimento a DEPO, l'Incorporanda ha provveduto a predisporre e condividere delle proiezioni aggiornate. Con riferimento a BFF, la mancanza di proiezioni aggiornate è stata superata mediante il ricorso a proiezioni riportate da analisti finanziari e pubblicate nel periodo compreso tra la data di comunicazione al mercato dei risultati annuali 2019 e la data precedente l'annuncio dell'Operazione. Le menzionate Proiezioni contengono tuttavia, per loro stessa natura, elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico anche derivanti dall'attuale crisi legata alla pandemia da Covid-19.
- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, nell'attuale contesto caratterizzato dalla pandemia da Covid-19 ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti in relazione all'incertezza del quadro socio-economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative largamente slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione delle metodologie valutative e, in particolare, dei metodi di mercato, può individuare, pertanto, valori differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.
- La crisi internazionale in atto derivante dalla pandemia da Covid-19 continua a manifestare impatti significativi sullo scenario socio-economico e, di conseguenza, sul sistema finanziario. Considerate le sopra richiamate caratteristiche delle metodologie valutative sviluppate dagli Amministratori delle Banche non si può escludere che il perdurare di tale scenario di incertezza possa avere un impatto, anche significativo, sui valori economici determinati ai fini della Fusione.

11 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 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di BFF e DEPO 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 4,2233377 azioni Banca Farmafactoring S.p.A. per ogni numero 1 azione DEPObank S.p.A..

Milano, 23 dicembre 2020

EY S.p.A.



Carlo Vago
(Revisore Legale)