



**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL
PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
CREDIFARMA SPA IN FARBANCA SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO
2501-*SEXIES*, COMMA QUARTO, DEL CODICE CIVILE**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE
PER INCORPORAZIONE DI CREDIFARMA SPA IN FARBANCA SPA AI SENSI
DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES, COMMA QUARTO, DEL CODICE CIVILE**

Agli azionisti di Farbanca SpA

Agli azionisti di Credifarma SpA

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

A seguito di istanza di nomina sottoscritta congiuntamente da Farbanca SpA (di seguito, "Farbanca" o l'"Incorporante") e Credifarma SpA (di seguito, "Credifarma" o l'"Incorporanda" e, congiuntamente a Farbanca, le "Società"), in data 25 maggio 2021 siamo stati nominati dal Presidente del Tribunale di Bologna quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'articolo 2501-sexies, comma quarto, del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione di Credifarma in Farbanca (di seguito, l'"Operazione" o la "Fusione").

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

- il progetto di fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di Farbanca e Credifarma in data 17 giugno 2021, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-ter del Codice Civile (di seguito, il "Progetto di Fusione"). Nell'ambito del Progetto di Fusione è stato definito il rapporto di cambio come pari a n° 1 azione ordinaria dell'Incorporanda per n° 36,8 azioni ordinarie dell'Incorporante (di seguito, il "Rapporto di Cambio");
- le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori di Farbanca e dagli Amministratori di Credifarma ex articolo 2501-quinquies del Codice Civile approvate in data 17 giugno 2021, 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 Farbanca", la "Relazione Credifarma" e, congiuntamente, le "Relazioni degli Amministratori" o le "Relazioni");
- il parere tecnico – professionale indipendente relativo all'individuazione di un intervallo di rapporti di cambio tra le azioni di Credifarma e le azioni di Farbanca rilasciato, a favore degli Amministratori delle Società, in data 15 giugno 2021 da KPMG Advisory SpA – Divisione Corporate Finance (di seguito, "KPMG" o il "Consulente"), quale *advisor* finanziario nominato congiuntamente dalle Società;

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** 40126 Via Angelo Finelli 8 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 Albuzzini 43 Tel. 0332 285039 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444 393311

- le situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell'articolo 2501-*quater*, sesto comma, del Codice Civile (di seguito, "Situazioni Patrimoniali") e in particolare:
 - per l'Incorporante, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 15 aprile 2021, corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo 39/2010;
 - per l'Incorporanda, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020, approvato dall'Assemblea ordinaria degli azionisti in data 15 aprile 2021, corredato dalla relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori, dalla relazione del Collegio Sindacale e dalla relazione della società di revisione ai sensi degli articoli 14 e 19-*bis* del Decreto Legislativo 39/2010.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee straordinarie degli azionisti di Farbanca e Credifarma, alla data della presente relazione non ancora convocate, al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

2. Sintesi dell'operazione

Farbanca, con sede legale in Bologna, via Irnerio n° 43/B, iscritta all'albo delle banche al n° 3110 e iscritta al Registro delle Imprese di Bologna al n° 01795501202, è una banca parte del gruppo bancario Banca Ifis SpA (di seguito, "Banca Ifis" o la "Capogruppo"), dedita all'offerta di servizi e prodotti finanziari rivolti alle farmacie private quali finanziamenti a medio lungo termine, gestione del portafoglio investimenti e molteplici prodotti commerciali strutturati per supportare tutte le fasi della gestione economica delle farmacie. Il capitale sociale di Farbanca è detenuto per il 71,06 per cento da Banca Ifis e per il restante 28,94 per cento da un azionariato diffuso.

Credifarma è un intermediario finanziario iscritto all'albo di cui all'articolo 106 del Decreto Legislativo 385/1993 (Testo Unico Bancario) al n° 131, che svolge l'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma, inclusa la fornitura di soluzioni su misura per sostenere il settore retail delle farmacie durante l'intero ciclo aziendale mediante l'offerta personalizzata di prodotti finanziari a breve e medio – lungo termine, principalmente dati da anticipi di DCR – Distinte Contabili Riepilogative. Il capitale sociale di Credifarma è detenuto per il 70 per cento da Banca Ifis e per il restante 30 per cento da Federfarma Federazione Nazionale Unitaria Titolari Farmacia, con sede legale in Roma, via Emanuele Filiberto n° 190, codice fiscale n° 01976520583 (di seguito, "Federfarma").

Farbanca e Credifarma sono entrambe parti del gruppo bancario Banca Ifis e soggette all'attività di direzione e coordinamento della Capogruppo.

Nell'ambito di un consolidato e continuo percorso di crescita, il gruppo Banca Ifis ha finalizzato, in data 27 novembre 2020, l'acquisizione della quota di maggioranza, pari al 70,77 per cento, di Farbanca, precedentemente di proprietà di Banca Popolare di Vicenza Scpa in Liquidazione Coatta Amministrativa. Tale acquisizione si inserisce nella strategia di Banca Ifis della creazione di un polo specializzato nei servizi finanziari alle farmacie da realizzarsi attraverso la fusione per incorporazione di Credifarma in Farbanca.

Dal punto di vista industriale, l'obiettivo dell'Operazione è quello di aggregare Farbanca e Credifarma in un unico soggetto vigilato di natura bancaria, al fine di efficientare i meccanismi di governo societario, rafforzare le sinergie in conseguenza dell'integrazione tra le due Società e, per l'effetto, costituire un polo finanziario specializzato nel settore delle "farmacie", leader in Italia e competitivo in Europa.

In particolare, ad esito del perfezionamento della Fusione, residuerà un unico soggetto giuridico (i.e., Farbanca, quale società incorporante) il cui *core business* sarà rappresentato dalla concessione di finanziamenti, anche nella forma dell'acquisto di crediti vantati dalle farmacie nei confronti del Servizio Sanitario Nazionale e di privati, nonché da una serie di attività connesse quali, a titolo esemplificativo, l'assunzione di mandati per l'incasso di tali crediti.

Gli obiettivi strategici che si intendono perseguire con l'Operazione sono i seguenti:

- la realizzazione di sinergie di ricavo, generate da una ulteriore valorizzazione del modello di business e dei canali, dall'incremento della base clienti e da azioni mirate di *cross selling*;
- le sinergie di costo e l'accrescimento di efficienza operativa, mediante l'opportuna riorganizzazione dell'organico, del modello operativo e dei fornitori;
- la razionalizzazione dell'offerta commerciale, che sarà oggetto di un complessivo aggiornamento volto all'ulteriore massimizzazione del valore per la clientela;
- l'ulteriore incremento della *customer satisfaction*, che sarà, tra l'altro, favorita dagli sviluppi del processo di *digital transformation* del gruppo Banca Ifis oggi in corso.

Gli Amministratori segnalano che l'Operazione è stata sottoposta all'autorizzazione da parte dell'Autorità di Vigilanza competente ai sensi e per gli effetti dell'articolo 57 del Decreto Legislativo 385/1993 (TUB).

La Fusione comporterà l'annullamento di tutte le azioni di Credifarma e l'assegnazione in concambio, mediante aumento di capitale, di nuove azioni ordinarie di Farbanca ai soci della Società Incorporanda, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione.

3. *Natura e portata della presente relazione*

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

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

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

4. Documentazione utilizzata

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

- il Progetto di Fusione e le Relazione degli Amministratori approvati in via definitiva dai Consigli di Amministrazione di Farbanca e Credifarma in data 17 giugno 2021 e indirizzati alle rispettive Assemblee straordinarie degli azionisti che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2020, il seguente rapporto di cambio:

n° 1 azione ordinaria di Credifarma per ogni n° 36,8 azioni ordinarie di Farbanca.

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalla relazione di stima di cui al successivo punto.

- la relazione di stima, eseguita da KPMG Advisory SpA su incarico congiunto delle due Società, dal titolo *“Parere tecnico-professionale indipendente sulla congruità del rapporto di cambio nel contesto della fusione per incorporazione di Credifarma SpA in Farbanca SpA”* (di seguito, la *“Relazione KPMG”*). Tale relazione, datata 15 giugno 2021, espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo dagli Amministratori;
- la seguente documentazione, utilizzata dagli Amministratori di Farbanca e di Credifarma per la redazione delle rispettive Relazioni, nonché dal Consulente e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
 1. schemi di *“Reporting Package”* relativi agli esercizi 2019 e 2020 di Credifarma;
 2. schemi di *“Reporting Package”* relativi all’esercizio 2020 di Farbanca;
 3. schemi di *“Reporting Package”* al 31 marzo 2021 di Farbanca e di Credifarma;
 4. bilancio d’esercizio di Farbanca al 31 dicembre 2020, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Mazars Italia SpA, che ha emesso la propria relazione in data 9 marzo 2021, utilizzato dagli Amministratori quale situazione patrimoniale di riferimento ai sensi dell’articolo 2501-*quater*, sesto comma, del Codice Civile per Farbanca;
 5. bilancio d’esercizio di Credifarma al 31 dicembre 2020, corredato dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione EY SpA, che ha emesso la propria relazione in data 29 marzo 2021, utilizzato dagli Amministratori quale situazione patrimoniale di riferimento ai sensi dell’articolo 2501-*quater*, sesto comma, del Codice Civile per Credifarma;
 6. proiezioni economico – finanziarie per il periodo 2021 – 2023 di Credifarma e di Farbanca, comprensive dell’evoluzione delle attività ponderate per il rischio e del capitale regolamentare, aggiornate a marzo 2021 ed approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 17 giugno 2021 (di seguito, le *“Proiezioni 2021 – 2023”*);
 7. dettaglio dell’azionariato di Farbanca e di Credifarma;

8. altri dati e informazioni di carattere economico – patrimoniale, finanziario, operativo, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dalla Direzione di Farbanca e di Credifarma e ritenuti utili ai fini delle nostre analisi;
 9. informazioni pubblicamente disponibili nonché ogni altro dato o informazione ritenuti utili ai fini del presente incarico.
- la seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata, nei limiti e per le finalità del nostro incarico:
 1. bilanci d’esercizio di Farbanca al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019, corredati dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione Mazars Italia SpA, che ha emesso le relazioni sui bilanci di Farbanca rispettivamente in data 12 aprile 2019 e in data 31 marzo 2020;
 2. bilanci d’esercizio di Credifarma al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019, corredati dalle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della società di revisione EY SpA, che ha emesso le relazioni sui bilanci di Credifarma rispettivamente in data 22 marzo 2019 e in data 25 marzo 2020;
 3. schemi di “Reporting Package” al 30 giugno 2021 di Farbanca e di Credifarma;
 4. schemi di “Reporting Package” al 30 settembre 2021 di Farbanca e di Credifarma, inclusivi della situazione del Capitale primario di classe 1 (CET1), attività di rischio ponderate (esposizioni RWA) e coefficienti di vigilanza;
 5. situazioni economico – patrimoniali pre-consuntive al 31 dicembre 2021 di Credifarma e di Farbanca non ancora approvate e, per quanto riguarda Credifarma, gli impatti sulle Proiezioni 2022 – 2023 derivanti dell’andamento registrato nel corso del 2021 con riguardo, in particolare, a taluni costi amministrativi;
 6. verbali degli incontri dei Consigli di Amministrazione delle Società avvenuti nel corso del 2021;
 7. informazioni inerenti al capitale sociale e l’azionariato di Farbanca (numero, tipologia e titolare delle azioni ordinarie costituenti il capitale) aggiornato alla data della presente relazione;
 8. informazioni inerenti al capitale sociale e l’azionariato di Credifarma (numero, tipologia e titolare delle azioni ordinarie costituenti il capitale) aggiornato alla data della presente relazione;
 9. requisiti patrimoniali ed esito del processo annuale *Supervisory Review and Evaluation Process* – SREP per il 2019 di Banca Ifis, comunicati da Banca d’Italia in data 5 aprile 2019;
 10. fogli di lavoro predisposti da KPMG a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio;
 11. statuti vigenti di Farbanca e di Credifarma, nonché il testo dello statuto della società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Fusione, che verrà sottoposto all’approvazione dell’Assemblea straordinaria delle due Società;
 12. istanza quadro presentata a Banca D’Italia in data 30 settembre 2021 volta al rilascio del provvedimento di autorizzazione alla Fusione;
 13. elementi contabili e statistici, nonché ulteriori documenti e informazioni ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo, infine, ottenuto attestazione dai rappresentanti legali delle Società in data 21 gennaio 2022, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

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

5.1 Metodi di valutazione: considerazioni metodologiche generali

Gli Amministratori delle Società hanno provveduto a determinare il valore economico di Farbanca e il valore economico di Credifarma al fine di individuare il Rapporto di Cambio tra le due Società. A tal fine si sono avvalsi dell'assistenza e del supporto di KPMG, in qualità di *advisor* finanziario.

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

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

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

- metodo del *Dividend Discount Model* nella variante "*Excess Capital*" (di seguito, anche, "DDM"), quale metodo principale;
- metodo dei multipli di borsa, quale metodo di controllo;
- metodo dell'analisi della regressione, quale secondo metodo di controllo.

Inoltre, come ulteriore metodologia di valutazione di controllo, per Farbanca è stato fatto riferimento alla valorizzazione basata sul corrispettivo pagato da Banca Ifis in sede di acquisizione della partecipazione pari al 70,77 per cento del suo capitale sociale (di seguito, "metodo della transazione diretta"). Conseguentemente, al fine di identificare valori comparabili per le Società, Credifarma è stata valutata anche sulla base dei multipli impliciti rispetto al prezzo pagato da Banca Ifis per l'acquisizione della partecipazione di controllo di Farbanca.

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

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

5.1.1 Il metodo del DDM

Il metodo analitico che gli Amministratori di Credifarma e di Farbanca hanno ritenuto di privilegiare è il *Dividend Discount Model* – nella variante "*Excess Capital*" – il quale stima il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda sulla base dei flussi di dividendi futuri attribuibili agli azionisti. Tale metodo

risulta ampiamente utilizzato dalla più consolidata prassi valutativa e supportato dalla migliore dottrina in materia di valutazione d'azienda, con particolare riferimento a realtà operanti nel settore finanziario.

Sulla base di tale metodo, il valore economico di un'azienda (o di un ramo di essa) soggetta al rispetto di requisiti minimi di capitale regolamentare è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo, coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (rapporto dividendo/utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value*.

Gli Amministratori segnalano inoltre che la metodologia presentata prescinde dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La metodologia del DDM stima, pertanto, il valore del capitale economico di un'azienda o di un ramo d'azienda mediante la seguente formula:

$$W = DIVa + TVa$$

dove:

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

L'applicazione del DDM si articola nelle seguenti fasi:

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

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

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

dove:

- *Risk free rate* (**Rf**): identifica il rendimento fornito dagli investimenti privi di rischio con scadenza nel medio – lungo periodo, assunto come equivalente al rendimento dei titoli di Stato con scadenze similari;

- *Equity Risk Premium ($R_m - R_f$):* è il premio richiesto sugli investimenti azionari, in termini di differenziale di rendimento rispetto agli investimenti privi di rischio (titoli di Stato a medio – lungo termine);
- *Beta (β):* vale a dire il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato;

Da ultimo, laddove ritenuto opportuno, possono essere considerati ai fini della stima del tasso di attualizzazione eventuali premi per rischi addizionali e dimensionali connessi all'*asset* oggetto di valutazione.

5.1.2 Metodo dei multipli di borsa

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 ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.

c. Identificazione dei multipli ritenuti più significativi

Sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nella prassi relativa al settore bancario, i multipli più utilizzati sono il rapporto *Price/Earnings* (di seguito, "P/E"), nonché il rapporto *Price/Book Value* (di seguito, "P/BV") o *Price/Tangible Book Value* (di seguito, "P/TBV") di società quotate con caratteristiche similari.

d. *Applicazione dei multipli alle aziende in esame*

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

5.1.3 Il metodo dell'analisi di regressione

L'analisi di regressione (o *Value Map*) consiste nell'analisi della relazione esistente fra la redditività attesa dal mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto per un campione di società quotate comparabili. Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione lineare dei dati riguardanti un campione significativo di società.

Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati alla redditività ed al patrimonio netto delle aziende oggetto della valutazione per derivarne il valore teorico di mercato.

La scelta delle grandezze che vengono messe in relazione avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nella prassi del settore bancario, la regressione è impostata ponendo in relazione il multiplo P/BV con il *Return on Equity* ("ROE") di società quotate con caratteristiche similari.

5.1.4 Multipli impliciti rispetto al prezzo pagato per la partecipazione di controllo di Farbanca (metodo della transazione diretta)

La metodologia valutativa del prezzo di compravendita si fonda sul prezzo desumibile da transazioni dirette sul capitale della società oggetto di valutazione concluse in tempi recenti.

Nell'applicazione di tale metodologia si deve, comunque, tenere conto di eventuali fattori o eventi che possono aver determinato, tra la data della transazione diretta e la data di riferimento assunta per la valutazione della società oggetto di analisi, una variazione del prezzo della transazione, ascrivibile alla dinamicità del *business* della società o riconducibile a cambiamenti nel mercato di riferimento.

5.2 I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Credifarma e di Farbanca

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

5.2.1 Il valore economico di Credifarma e di Farbanca determinato dagli Amministratori con il supporto di KPMG

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

- metodo del *Dividend Discount Model* nella variante “*Excess Capital*”, quale metodo principale;
- metodo dei multipli di borsa, dell’analisi di regressione e della transazione diretta, quali metodi di controllo.

Nell’applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori, con l’ausilio di KPMG, hanno fatto riferimento alle Proiezioni 2021 – 2023 così come approvate dai Consigli di Amministrazione delle Società ed ai seguenti parametri:

- CET1 ratio target *fully loaded* pari al 13,0 per cento;
- tasso di crescita di lungo periodo (“*g-rate*”) pari a 1,3 per cento, ottenuto prendendo a riferimento l’inflazione attesa per l’Italia nel 2025 (Fonte: IMF, aprile 2021)
- *Ke* pari a 10,36 per cento, stimato sulla base della formula del CAPM illustrata precedentemente e, in particolare, sulla base dei seguenti parametri:
 - *Rf*: si è fatto riferimento al rendimento lordo del BTP decennale italiano rilevato in data 4 giugno 2021, pari all’0,87 per cento;
 - β : il coefficiente Beta, pari a 1,17, è stato determinato come media del beta relativo a Banca Ifis osservato in un periodo di 5 anni e con frequenza di rilevazione settimanale;
 - *Rm - Rf*: rendimento medio del mercato, determinato sulla base del differenziale di rendimento di lungo periodo tra i titoli azionari e obbligazionari, pari a 4,10 per cento (Fonte: Damodaran, giugno 2021);
 - *Size premium*: premio per il rischio aggiuntivo determinato in funzione della dimensione delle Società in termini di patrimonio netto pari a 3,21 per cento (Fonte: Duff&Phelps);
 - *Additional risk premium*: coefficiente di rischio aggiuntivo al fine di fattorizzare elementi di prudenza aggiuntivi (i.e., impatto basilea IV) pari a 1,50 per cento.

Nell’applicazione del metodo dei multipli di borsa, gli Amministratori di Credifarma e di Farbanca, con l’ausilio di KPMG, hanno preso a riferimento, alternativamente, il multiplo P/E 2022E riveniente da (i) un campione di società comparabili operanti nel settore dello *Specialty Finance* e (ii) Banca Ifis. In particolare, sono stati considerati i seguenti parametri:

- P/E 2022E, ricavato dal valore medio di un campione di società comparabili operanti nel settore dello *Specialty Finance* (i.e., Paragon, Santander Consumer USA, Discover Financial Services, Synchrony, Provident Financial Corp, Close Brothers, Arrow Global, SecurTrust e S&U). Il *range* di valori identificati nell’ambito dell’applicazione di tale multiplo è stato stimato considerando un *Liquidity Discount range* del 20-30 per cento (Fonte: Damodaran, *Illiquidity Discount: The rule of thumb approach*);
- P/E 2022E di Banca Ifis.

Per quanto concerne l’applicazione del metodo dell’analisi di regressione, gli Amministratori di Credifarma e di Farbanca, con l’ausilio di KPMG, hanno preso a riferimento il multiplo P/BV 2021E, stimato sulla base della regressione lineare rispetto al ROE 2022 atteso relativamente al medesimo campione di società comparabili operanti nel settore dello *Specialty Finance* sopra evidenziato.

Inoltre, nell’applicazione delle metodologie di mercato sopra descritte sono stati presi in considerazione:

- la situazione economica e patrimoniale delle Società al 31 dicembre 2020;
- le Proiezioni 2021-2023 delle Società;
- un allineamento del livello di patrimonializzazione delle Società pari a quello target del 13 per cento.

Inoltre, come ulteriore metodologia di valutazione di controllo, per Farbanca è stato fatto riferimento alla valorizzazione basata sul corrispettivo pagato da Banca IFIS in sede di acquisizione della partecipazione di controllo, ovvero Euro 32,5 milioni per il 70,77 per cento (corrispondente a Euro 45,9 milioni per il 100 per cento del capitale sociale) (c.d. metodo della transazione diretta).

Relativamente a Credifarma, sono stati utilizzati i multipli impliciti P/TBV e *Price/Earnings Adjusted* ("P/E Adj.") derivanti dal corrispettivo pagato da Banca IFIS per la partecipazione di controllo di Farbanca e applicati rispettivamente al *Tangible Book Value* 2021 e all'utile *Run-rate*, in linea con i dati di piano al 2023, di Credifarma.

Dalle analisi valutative effettuate, gli Amministratori di Credifarma e Farbanca, con il supporto di KPMG, hanno determinato i seguenti valori economici delle Società:

Medologie applicate	Sintesi dei risultati			
	Farbanca		Credifarma	
	min	max	min	max
Dividend Discount Model - €m	51,0	65,3	17,8	21,1
<i>Dividend Discount Model - prezzo per azione</i>	14,4	18,5	554,8	657,7
Multipli impliciti rispetto al prezzo pagato per Farbanca - €m	45,9	45,9	11,7	16,2
<i>Multipli impliciti rispetto al prezzo pagato per Farbanca - prezzo per azione</i>	13,0	13,0	364,7	504,9
Multipli di borsa - €m	49,0	53,7	15,1	16,1
<i>Multipli di borsa - prezzo per azione</i>	13,9	15,2	470,7	501,8
Multipli Banca Ifis - €m	50,4		15,4	
<i>Multipli Banca Ifis - prezzo per azione</i>	14,3		480,0	
Analisi di regressione - €m	45,9		15,4	
<i>Analisi di regressione - prezzo per azione</i>	13,0		480,0	

Medologie applicate	Rapporto di cambio			
	Rapporto di Cambio		Azioni di nuova emissione (#m)	
	min	max	min	max
Dividend Discount Model	29,9	45,5	1,0	1,5
Multipli impliciti rispetto al prezzo pagato per Farbanca	28,0	38,8	0,9	1,2
Multipli di borsa	32,9	33,9	1,1	1,1
Multipli Banca Ifis	33,6		1,1	
Analisi di regressione	36,9		1,2	
Range selezionato (valore centrale DDM)	36,8		1,2	

5.2.1.1. Sintesi dei risultati della valutazione di Credifarma e di Farbanca da parte degli Amministratori

Gli Amministratori, sulla base delle analisi effettuate, della documentazione disponibile, delle assunzioni, dei parametri e delle analisi di sensitività predisposte, hanno individuato l'intervallo di rapporti di cambio pari a n° 29,9 – 45,5 azioni ordinarie Farbanca di nuova emissione per ciascuna azione ordinaria Credifarma.

Tenuto conto di detto intervallo e sulla base del valore medio del Rapporto di Cambio determinato, pari a n° 36,8 azioni ordinarie Farbanca di nuova emissione per ciascuna azione ordinaria Credifarma, secondo quanto riportato dagli Amministratori, il numero di azioni ordinarie Farbanca di nuova emissione risulterebbe pari a n° 1.180.654 azioni ordinarie.

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Credifarma e di Farbanca

Gli Amministratori di Credifarma e di Farbanca 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:

1. la data di riferimento (“Data di Riferimento”) delle valutazioni è il 31 dicembre 2020;
2. le Società sono state 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;
3. in riferimento agli esercizi di pianificazione prospettica, è stato assunto che gli stessi siano stati preparati in modo obiettivo e su presupposti che riflettano le migliori previsioni disponibili in relazione ai futuri risultati delle Società oggetto di analisi;
4. 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 (i.e., nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali, ecc.);
5. l'applicazione delle metodologie prescelte ha previsto l'utilizzo di stime economico-finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macroeconomico. Tale circostanza è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di incertezza legati alla pandemia Covid-19 e livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze finanziarie determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima;
6. le valutazioni delle Società sono state effettuate per pervenire alla quantificazione in termini relativi del valore del capitale economico delle Società medesime e per ottenere valori significativamente confrontabili per la determinazione del numero di azioni dell'incorporante spettanti agli attuali azionisti dell'incorporata per l'operazione. Per tale motivo, compatibilmente con il rispetto degli elementi caratteristici distintivi di ciascuna delle Società coinvolte nell'operazione, si è privilegiato il principio della sostanziale omogeneità dei criteri e dei metodi valutativi applicati. I valori dei capitali economici a cui si perviene sono da ritenersi

- validi a soli fini comparativi e relativi; essi non possono quindi essere considerati quale indicazione di valore assoluto delle Società;
7. sono state applicate metodologie di natura diversa che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri diversi. Nell'applicazione di tali metodologie, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento;
 8. in particolare, nell'applicazione dei metodi di valutazione selezionati, sono stati utilizzati dati relativi a parametri finanziari desunti dalle quotazioni di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni nel tempo;
 9. il criterio dei multipli di borsa stima il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda sulla base delle quotazioni dirette di borsa di un campione di società ritenute comparabili alla società o al business oggetto di valutazione rilevate in un periodo significativo prossimo alla data di elaborazione della stima. La selezione di tali società comparabili è talvolta influenzata da considerazioni relative al livello di liquidità, nonché alla disponibilità di stime relative alle grandezze di natura economica, patrimoniale e finanziaria delle medesime da parte di analisti e information data providers. Tuttavia, data la natura dell'incarico funzionale ad esprimere valori relativi e raffrontabili al fine di individuare un intervallo di Rapporti di Cambio, il metodo dei multipli di borsa è stato considerato nella determinazione di possibili intervalli del Rapporto di Cambio.

7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Credifarma e di Farbanca

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

36,8 azioni ordinarie di Farbanca di nuova emissione per ogni azione ordinaria di Credifarma, corrispondente al valore centrale dell'intervallo di rapporti di cambio determinato.

8. Lavoro svolto

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

- come già indicato, il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2020 di Farbanca è stato assoggettato a revisione contabile completa da parte della società di revisione Mazars Italia SpA, mentre il bilancio d'esercizio alla medesima data Credifarma è stato assoggettato a revisione contabile completa da parte della società di revisione EY SpA;
- svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione;
- esaminato la relazione predisposta dal Consulente relativamente all'individuazione degli intervalli di valori all'interno dei quali il Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori;
- svolto un esame dei verbali dei Consigli di Amministrazione di Farbanca e di Credifarma del 17 giugno 2021 relativi alle deliberazioni assunte in merito al Progetto di Fusione;

- esaminato gli statuti delle Società e il testo dello statuto dell'Incorporante con le modifiche derivanti dall'Operazione;
- in relazione alle Situazioni Patrimoniali ex articolo 2501-*quater* del Codice Civile, vale a dire i rispettivi bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2020 delle Società, svolto incontri e discussioni con il *Management* delle Società e con le rispettive società di revisione Mazars Italia SpA e EY SpA, rispettivamente revisore legale di Farbanca e di Credifarma, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3. Abbiamo inoltre raccolto, sempre attraverso incontri e discussioni con il *Management* delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle predette situazioni patrimoniali che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- discusso con il *Management* delle Società e con il Consulente 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, l'uniformità e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e le loro modalità di applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna società;
- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporto di Cambio elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dal Consulente;
- discusso con il *Management* di Credifarma e Farbanca i criteri e le assunzioni utilizzati per la redazione delle Proiezioni 2021-2023, fermi restando le incertezze e i limiti intrinseci in ogni dato di natura previsionale; tale discussione è stata focalizzata sull'applicazione di criteri omogenei da parte di entrambe le Società, tenuto conto delle caratteristiche distintive e del differente modello di business di ciascuna Società, al fine di consentire l'utilizzo di dati ed informazioni confrontabili da parte degli Amministratori e del Consulente, per l'applicazione dei metodi di valutazione;
- raccolto, attraverso incontri e discussioni con il *Management* di Credifarma e Farbanca, informazioni circa gli eventi successivi verificatisi dopo la data del 17 giugno 2021, al fine di identificare possibili eventi che non siano stati riflessi nelle Proiezioni 2021-2023, e che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro lavoro;
- verificato la congruità e la coerenza dei parametri di mercato utilizzati per l'applicazione della metodologia dei multipli di borsa, dell'analisi di regressione e dei multipli impliciti rispetto al prezzo pagato per la partecipazione di controllo di Farbanca da parte degli Amministratori delle Società;
- raccolto, attraverso incontri e discussioni con il *Management* delle Società e con la società di revisione EY SpA oltre che attraverso la lettura dei verbali degli incontri degli organi sociali tenutisi nel corso del 2021, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la Data di Riferimento, in relazione a 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 metodi identificati dagli Amministratori;

- analizzato, relativamente alle Società, gli scostamenti tra (i) i principali dati economico-patrimoniali consuntivi al 30 settembre 2021, nonché preconsuntivi al 31 dicembre 2021 e (ii) i dati di *budget* per lo stesso esercizio;
- sviluppato autonome analisi di *sensitivity*, come meglio dettagliato nel proseguo, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società al fine di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da:
 - variazioni intercorse nelle situazioni economico – patrimoniali delle Società tra la Data di Riferimento e il 30 settembre 2021, data a cui si riferisce l'ultima situazione approvata e i dati preconsuntivi al 31 dicembre 2021 di Credifarma e Farbanca,
 - nonché da eventuali variazioni dei parametri utilizzati;
- ottenimento di formali attestazioni, dai legali rappresentanti delle Società stesse in data 21 gennaio 2022 sul fatto che, per quanto a conoscenza degli Amministratori, i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che, alla data della presente relazione, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative in relazione agli stessi dati e informazioni e alle relative assunzioni, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

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

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

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

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

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee straordinarie degli azionisti, individuandolo all'interno e, in particolare, in corrispondenza del valore medio dell'intervallo di valori determinato con l'ausilio del Consulente.

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

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

- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Credifarma e di Farbanca è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita.
- Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, principale e di controllo, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire un'adeguata copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di un *range* di rapporti di cambio, confermato dal lavoro svolto dal Consulente.
- La scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici (come il DDM), sia criteri di mercato (come il metodo dei multipli di borsa, dell'analisi di regressione e dei multipli impliciti rispetto al prezzo pagato per la partecipazione di controllo di Farbanca) appare in linea con la migliore dottrina. In effetti, i metodi di tipo analitico e quelli di mercato risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- Le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Farbanca e Credifarma su base c.d. "*stand alone*". Pertanto, le valutazioni sono state effettuate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Sotto questo profilo, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, ragionevoli.
- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia del *Dividend Discount Model* o DDM. Essa rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina soprattutto con riferimento al settore finanziario. Sotto il profilo dell'applicazione della metodologia DDM, nelle Relazioni degli Amministratori vengono sinteticamente indicate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto, i principali parametri utilizzati dagli Amministratori per il suo sviluppo e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione degli stessi. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo sono state da noi verificate, anche sulla base della documentazione di dettaglio messa a disposizione dagli Amministratori e dal Consulente, 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 Credifarma e di Farbanca hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo P/E. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo e nell'applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dal Consulente, appaiono ragionevoli e in linea con la dottrina.
- La metodologia dell'analisi di regressione deriva il valore di una società sulla base della relazione esistente fra la redditività attesa dal mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto per un campione di società quotate comparabili. Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione lineare dei dati riguardanti un campione significativo di società. Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati alla redditività ed al patrimonio netto delle aziende oggetto della valutazione per derivarne il valore teorico di mercato. Gli Amministratori di Credifarma e di Farbanca hanno impostato la regressione ponendo in relazione il multiplo P/BV con il ROE. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo e nell'applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dal Consulente, appaiono ragionevoli e in linea con la dottrina.
- La metodologia dei multipli impliciti nel prezzo pagato per l'acquisizione di una società target consente di stimare il valore della medesima società o di aziende similari sulla base del prezzo desumibile da transazioni dirette sul capitale della società target concluse in tempi recenti. Gli Amministratori di Credifarma e di Farbanca hanno preso a riferimento, in particolare, i multipli P/TBV e P/E impliciti nel prezzo pagato per l'acquisizione della partecipazione di controllo di Farbanca da parte di Banca Ifis ai fini dell'individuazione del valore economico delle Società. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo e nell'applicazione di tale metodo valutativo, da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dal Consulente, appaiono ragionevoli e in linea con la dottrina.
- Le analisi di sensitività da noi autonomamente elaborate nell'ambito dei metodi di valutazione e dei parametri assunti dagli Amministratori delle Società effettuate al fine di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni (i) intercorse nelle situazioni economico – patrimoniali delle Società, nonché (ii) nei parametri valutativi, confermano, nella sostanza, la validità delle stime prodotte dagli Amministratori stessi con il supporto del Consulente. In particolare, per lo sviluppo dell'analisi di sensitività si è fatto riferimento a:
 - parametri valutativi (i.e., costo del capitale, tasso di crescita, ecc.) rilevati puntualmente in prossimità alla data di emissione del presente Documento, ovvero al 18 gennaio 2022;
 - situazioni economico – patrimoniali al 30 settembre 2021, data a cui si riferisce l'ultima situazione approvata e i dati preconsuntivi al 31 dicembre 2021 di Credifarma e di Farbanca e, per quanto riguarda Credifarma, Proiezioni 2022 – 2023 riviste, in accordo con il *Management* della Società, per tener conto dell'andamento registrato nel corso del 2021 con riguardo, in particolare, a taluni costi amministrativi.

- In linea con la prassi per tale tipologia di operazioni, sulla base delle metodologie sviluppate, gli Amministratori delle Società hanno individuato un *range* di rapporto di cambio pari a n° 29,9 – 45,5 azioni Farbanca per ogni azione Credifarma. Il Rapporto di Cambio che sarà proposto alle rispettive Assemblee, pari a **n° 1 azione ordinaria Credifarma per ogni n° 36,8 azioni ordinarie Farbanca**, rientra all'interno del range individuato dai Consigli di Amministrazione e corrisponde, in particolare, al valore centrale del predetto intervallo.

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

- (i) In aggiunta a quanto riportato dagli Amministratori di Credifarma e di Farbanca in relazione alle assunzioni indicate nel paragrafo 6 (punti dal n° 1 al n° 4), nonché ai limiti evidenziati nel medesimo paragrafo (punti dal n° 5 al n° 9), si richiama l'attenzione sulle seguenti difficoltà e limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico:
- le valutazioni effettuate dagli Amministratori sulla base della metodologia DDM si fondano su previsioni economico-finanziarie desunte dalle Proiezioni 2021-2023. Occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che non necessariamente si verificheranno: i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, tanto più accentuati nelle circostanze dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. Va ancora tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;
 - le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di borsa e il metodo 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 dall'emergenza sanitaria relativa al COVID-19. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettua la valutazione. L'omogenea applicazione di tali metodi alle Società ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa;
 - i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico

complessivo, unitamente allo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività, per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa;

- la Data di Riferimento delle valutazioni effettuate dai Consiglio di Amministrazioni per la determinazione del valore economico di Credifarma e di Farbanca e, conseguentemente, del Rapporto di Cambio è il 31 dicembre 2020. Tale circostanza è stata identificata quale specifica difficoltà incontrata dal revisore nell'espletamento dell'incarico. Lo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività (come meglio dettagliate nel paragrafo precedente), per tener conto di eventuali fatti intervenuti dopo la Data di Riferimento, anche per il tramite dell'utilizzo delle situazioni economico – patrimoniali pre-consuntive al 31 dicembre 2021 delle Società, ha consentito di mitigare tale difficoltà valutativa;
- si segnala, infine, che esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'Operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa.

(ii) Si richiama infine l'attenzione sui seguenti presupposti, che vengono assunti a base delle conclusioni del presente Parere:

- la Fusione è subordinata alla preventiva autorizzazione di Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 57 del TUB. Le considerazioni svolte nel presente parere presuppongono, pertanto, l'intervenuta autorizzazione alla fusione da parte di Banca d'Italia;
- le valutazioni effettuate dagli Amministratori prescindono (i) dall'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di Farbanca e dai suoi possibili effetti, allo stato non determinabili e (ii) dalla presenza di vincoli al regime di circolazione delle azioni di Farbanca attribuite in concambio agli azionisti di Credifarma;
- il presente parere ha ad oggetto il Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori nelle loro Relazioni datate 17 giugno 2021 e nel Progetto di Fusione, che a loro volta hanno assunto quali situazioni patrimoniali di riferimento, ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, il bilancio di Credifarma e di Farbanca al 31 dicembre 2020. Qualora, successivamente all'emissione del presente parere, anche a seguito della sopravvenuta disponibilità di dati finanziari e informazioni più aggiornati, gli Amministratori ravvisassero l'opportunità di procedere ad un aggiornamento dei sopra richiamati documenti relativi alla Fusione, su cui si basa il presente parere, le considerazioni da noi qui svolte in qualità di esperto comune verrebbero meno e il presente parere non potrebbe conseguentemente essere utilizzato.

11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nel presente Parere, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza del Consulente, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non



arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

n° 1 azione ordinaria di Credifarma per ogni n° 36,8 azioni ordinarie di Farbanca.

Padova, 21 gennaio 2022

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink that reads 'Alessandra Mingozzi' in a cursive script.

Alessandra Mingozzi
(Revisore legale)