
FAIRNESS OPINION IN ORDINE AL VALORE PIÙ
CONGRUO PER IL TITOLO AZIONARIO RAPPRESENTATIVO
DEL CAPITALE SOCIALE DELLA BANCA POPOLARE DEL
MEDITERRANEO S.C.P.A.

ROMA, 28 MAGGIO 2020



INDICE

1. PREMESSA.....	3
2. CORNICE "CONCETTUALE" ALL' INCARICO	8
3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	10
4. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ E LIMITI	12
5. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE.....	13
5.1 METODO PATRIMONIALE	14
5.2 METODO "DIVIDEND DISCOUNT MODEL"	22
5.2.1 LA DETERMINAZIONE DEL DIVIDENDO DISTRIBUIBILE.....	26
5.2.2 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	27
5.2.3 LA DETERMINAZIONE DEL TERMINAL VALUE.....	30
5.2.4 LA STIMA CON IL DDM.....	31
5.3 SENSITIVITY ANALYSIS	32
5.3.1 SENSITIVITY / 1.....	33
5.3.2 SENSITIVITY / 2.....	33
5.3.3 SENSITIVITY / 3.....	34
5.3.4 SENSITIVITY / 4.....	34
6. IL METODO DEI MULTIPLI DI VALORE	35
7. CONCLUSIONI.....	42



Spettabile
Banca Popolare del Mediterraneo s.c.p.a.
Via A. Depretis, 51
Napoli
=====

Cortese attenzione del C.d.A.

Oggetto: **Fairness Opinion in ordine al valore più congruo per il titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca Popolare del Mediterraneo s.c.p.a.**

1. PREMESSA

Il Consiglio di Amministrazione della Banca Popolare del Mediterraneo (*infra*, la Banca) mi ha conferito - in qualità di professionista indipendente (*infra*, l'Advisor) - l'incarico di supportare il medesimo Consiglio di Amministrazione nella definizione del valore più congruo per il titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca (*infra*, l'Incarico).

Il presente Parere è stato redatto a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione della Banca, in conformità a quanto previsto nella lettera di Incarico, che se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza.

Pertanto, il Parere:

(i) non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso e nell'Incarico, salvo preventiva autorizzazione scritta dell'Advisor ovvero richiesto da leggi o regolamenti o da qualsiasi Autorità di Mercato o altra Autorità competente;

(ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Banca, il quale potrà utilmente dividerlo con il Collegio Sindacale e con la Direzione Generale della Banca; nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è dunque autorizzato ad avvalersi di quanto riportato nel Parere; eventuali giudizi di terzi, tratti in virtù di un utilizzo non autorizzato del Parere, comporteranno la loro esclusiva responsabilità e competenza.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'Advisor non si assume alcuna responsabilità diretta e/ o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nel Parere.



Il Parere è diretto alla definizione di un range di valore per la singola azione, costituente il Capitale sociale; in nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame.

Ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione del Parere, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche. Inoltre, il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate dall'Advisor, ancora una volta con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle informazioni e della Documentazione (come *infra* definite) fornita dalla Banca.

Nello svolgimento dell'Incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, l'Advisor ha confidato:

(i) sulla veridicità, completezza ed accuratezza, sotto ogni profilo, dei documenti, dati ed informazioni utilizzati (le "Informazioni") tra cui la Documentazione (come, poi, definita) forniti da o per conto della Banca senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma



verifica, accertamento e/o analisi indipendente. L'Advisor non si assume, pertanto, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per l'elaborazione e la stesura del Parere;

(ii) sul fatto che i dati previsionali siano stati predisposti sulla base di assunzioni ragionevoli e che gli stessi riflettano il giudizio più accurato possibile del *management* della Banca circa il futuro sviluppo delle attività. In ogni caso, con il presente Parere, l'Advisor non esprime alcun giudizio circa il valore economico e/o il prezzo di mercato che la Banca potrebbe avere in futuro né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un' indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici della Banca.

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Ciascuna delle tecniche di valutazione prescelte, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta delle limitazioni intrinseche, come meglio specificato di seguito. Tali



valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal parere stesso nella sua interezza. L'Advisor non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nel Parere.

Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e di mercato, tenendo in opportuna considerazione l'attuale volatilità del contesto economico finanziario. A tal proposito, è inteso che sviluppi successivi, nelle condizioni di mercato, nelle proiezioni economico finanziarie e in tutte le altre Informazioni su cui è basato il Parere potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere.

L'Advisor, dal canto suo, non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni. Si precisa che la data di riferimento della stima è il 31.12.2019 (*infra*, la data di riferimento). L'Advisor ha basato le proprie valutazioni sull'assunto che nel periodo



compreso tra l'ultima situazione economico-patrimoniale disponibile per la Banca e la data in cui il Parere è rilasciata non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico - patrimoniale e finanziario della Banca.

2. CORNICE "CONCETTUALE" ALL' INCARICO

Corre l'obbligo precisare, in premessa di Parere, che la rilevanza del valore dell'azione sussiste nell'eventualità di aumenti di capitale graduati di tipo ordinario, che si realizzano presso la sede legale attraverso la sottoscrizione del modulo per l'acquisto di un pacchetto minimo (o multipli dello stesso) da parte di nuovi soci, ai sensi e per gli effetti dell'art. 6 dello Statuto (1).

Ad avviso dello scrivente, il valore riferibile al titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca risponda ad una configurazione di "current value" (2) determinato in un'ottica di tipo "fair value" come declinato dal *Conceptual Framework*

¹Richiamato anche dall'ultimo comma dell'art. 14 dello Statuto.

²Concettualmente declinato dal *Conceptual Framework* dello IASB (par. 6.10) in contrapposizione alle misurazioni di tipo "historical cost".

(par. 6.12) ⁽³⁾. In tale cornice concettuale, la determinazione oggetto del presente Parere finisce, dunque, per postulare una prospettazione di "exit value" ⁽⁴⁾ come declinato anche dall'IFRS 13 *Fair Value Measurement* ⁽⁵⁾.

Ciò premesso, per la fattispecie di cui al presente Incarico, occorre tener conto anche della prassi degli Istituti bancari della categoria i quali hanno prediletto una prospettazione di valore, talvolta, di tipo patrimoniale rispetto alla situazione aziendale "as is", talaltra di tipo prospettico volta a coniugare anche l'evoluzione ragionevolmente attesa per la Banca.

Ciò premesso, per utilità del Consiglio di Amministrazione, l'Advisor ha sviluppato due metodologie, parimenti corrispondenti al caso di specie.



³ "Fair value is the price that would be received to sell an asset, or paid to transfer a liability, in an orderly transaction between market participants at the measurement date."

⁴ Al pari del "value in use" e del "fulfilment value", da contrapporsi al "current cost" rispondente ad una accezione di tipo "entry value".

⁵ Il quale definisce il *fair value* come il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Ai fini dello svolgimento dell'incarico, l'Advisor ha, tra l'altro, preso in esame la seguente documentazione:

- Atto Costitutivo e Statuto della Banca;
- Bilancio della Banca, relativi alle annualità dal 2013 al 2018
- Bilancio di verifica 2019 (*infra*, Bilancio di verifica - 2019), composto dai files PDF "bive22" e "schemi22", nelle ultime *release* (elaborate il 26.5.2020, ore 13:37 e consegnata in pari data alle ore 14:00) (allegati);
- Piano Industriale 2020-2023 (*infra*, il Piano Industriale), elaborato da primaria società di Consulenza finanziaria (Ernest & Young), deliberata dal Consiglio di Amministrazione il 28.5.2020 e trasmessa all'Advisor in pari data nella *release* approvata (allegato);
- Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2446 del Codice Civile, deliberata dal Consiglio di Amministrazione il 28.5.2020 (*infra*, Relazione Illustrativa del C.d.A. ex art.2446 c.c.);
- *Risk Appetite Framework* nell'ultima versione disponibile;
- *Asset Quality Review* al 20.5.2020;
- Prospetto interno di determinazione della fiscalità, in particolare rispetto alla voce 100 "Attività Fiscali/lett. B) Anticipate" di cui al Bilancio di verifica 2019.

È stato anche consultato il "Piano Industriale 2019-2022" (*infra*, il precedente Piano Industriale), deliberato dal Consiglio di Amministrazione nel I semestre 2019, in particolare per quantificare la rischiosità da tradursi poi - mediante una componente addizionale (c.d. *execution risk*) - nell'ambito della stima del tasso di interesse, funzionale all'attualizzazione dei flussi di dividendi riferibili ai soci.

È stata altresì anche visionata la corrispondenza intercorsa con la Banca di Italia nel corso del 2019 e del I trimestre 2020, sui temi più attuali per la Banca (6).

Come già riportato in premessa, si ricorda che ogni variazione, modifica e/o aggiornamento della suddetta Documentazione, così come delle informazioni prese a riferimento per la redazione del presente Parere, potrebbe rendere i contenuti del presente Parere superati e non più rilevanti.



⁶ Situazione Aziendale, Prospettive di prossima attuazione, rapporto con la base sociale in specie per quanto attiene a quanti abbiano, nel corso dei trascorsi anni, formulato richiesta di recesso e non abbiano ancora visto esaudita la formale volontà di uscire dal rapporto societario

4. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ E LIMITI

Dal 2011 la Banca ha registrato una serie di risultati d'esercizio negativi; fa eccezione l'anno 2017 in cui si è avuto un utile.

Tra l'altro, con l'approvazione del Bilancio 2019 - a sua volta con un risultato di esercizio in perdita per circa € 2,071 mln - la Banca versa nella condizione di cui all'art.2446 codice civile, ove ne ricorra una interpretazione formale del testo letterale del 1^ comma e il termine "*capitale*" ivi indicato venga assimilato al concetto di "*capitale sociale*".

Non meno rilevante ai fini valutativi, la Banca non è quotata, neanche su un sistema multilaterale di negoziazione tra quelli autorizzati da Consob (gestiti da Hi-MTF SIM S.p.A., Borsa Italiana S.p.A., MTS S.p.A.).

Da ultimo, occorre segnalare che l'intervenuto D.Lgs.n.18/2020 (Decreto "Cura Italia") ha limitato la possibilità per l'Advisor di poter essere presente presso la Banca, per poter realizzare *in loco* i necessari riscontri e confronti con la struttura. Ciononostante, non sono mancati approfondimenti



autonomi e riflessioni congiunte con la Direzione Generale, con il personale apicale (*Risk manager*, addetto alla Contabilità Generale ed elaborazione del *Financial Report*, Ufficio Rapporti con i Soci). Sono state, infatti, realizzate *conference call* con il *top management* della Banca e con i rispettivi consulenti, finalizzate ad ottenere i chiarimenti anche sulle principali *assumptions* del Piano Industriale, sulle attese relativamente all'andamento della Banca e del settore di riferimento.

5. LE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE

Sulla base delle considerazioni esposte in precedenza (cfr. par. *Cornice "Concettuale" all'incarico*), avuto riguardo alle caratteristiche specifiche della Banca, della tipologia di attività e del mercato di riferimento in cui la stessa opera, la stima del valore della Banca è stata effettuata al 31.12.2019 ricorrendo a metodologie valutative ritenute appropriate al caso specifico, comunemente accettate dalla prassi e dalla dottrina professionale, ritenute idonee a rappresentare le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie della Banca.

Per la stima del valore dell'azione l'Advisor si è avvalso di un metodo patrimoniale puro rispetto alla situazione aziendale "as is", al contempo implementando - convintamente su basi altrettanto razionali - il metodo del *Dividend Discount Model* (*infra*, il DDM) (7).

Il metodo dei multipli di mercato è stato comunque esplorato per utilità conoscitiva del Consiglio di Amministrazione, chiamato ad identificare il valore più congruo per la singola azione della Banca.

Il metodo delle transazioni comparabili non può trovare applicazione in tale sede, giacché le operazioni di compravendita di azioni realizzatesi tra privati, senza alcun coinvolgimento della Banca, finiscono in definitiva per configurare transazione di cui non si ha alcuna apprezzabile evidenza.

5.1 METODO PATRIMONIALE

Tale metodo coniuga l'oggettiva verificabilità delle stime patrimoniali e si compendia tramite l'aggregato

⁷ È stata assunta la metodologia DDM tradizionale (la variante *Excess Capital* non trova applicazione al caso di specie, a parere dello scrivente, tenuto conto della situazione aziendale, in particolare del NPL ratio del 39,6%).

del Capitale sociale, delle riserve, del risultato di esercizio, al netto delle azioni proprie possedute e degli eventuali importi per i quali è stata decisa o annunciata la distribuzione a titolo di dividendo o di compenso agli amministratori (circostanze, queste ultime due, non presenti nel caso della Banca).

Peraltro, l'adozione dei Principi Contabili Internazionali IAS/IFRS - orientati ad una rappresentazione di tipo patrimonialista dell'azienda ($A - P = P.N.$) - e tenuto conto, in particolare, della recente implementazione dell'IFRS 9 ⁽⁸⁾, impongono già l'espressione di molte poste attive e passive della Banca al rispettivo *fair value* e, comunque, in base ad elementi e parametri di tipo *forward looking* ⁽⁹⁾. Quanto alle restanti poste, sono largamente riferibili al concetto di "value in use" nell'accezione di valore recuperabile proprio dello IAS 36.

Preme, sin d'ora, segnalare che all'esito di una indagine di mercato condotta dall'Advisor è emerso - come verosimilmente noto al Consiglio di

⁸ Dal 1 gennaio 2018, con determinazione delle riserve da FTA.

⁹ In particolare, si pensi all'approccio dell'*expected loss* proprio dell'IFRS 9 (in luogo dell'*incurred loss* tipico del precedente IAS 39, oramai superato).

Amministrazione - che altri Istituti Bancari di categoria già assumono tale prospettiva valutativa: ad esempio, la Banca Popolare Vesuviana (società non quotata), in occasione dell'ultima Assemblea tenutasi il 5.4.2020 per l'approvazione del bilancio d'esercizio, ha formalmente deliberato quale prezzo delle azioni rappresentative del proprio Capitale sociale il risultato derivante dal Patrimonio Netto di cui al Bilancio 2019 rapportato al numero di azioni in circolazione, per l'effetto maggiorando il valore nominale delle stesse in base alla quota parte addizionale di valore così risultante.

Parimenti, la Banca Popolare del Lazio (società quotata sul mercato per la negoziazione di strumenti finanziari "Hi-Mtf", una *Multilateral Trading Facility* organizzata e gestita da Hi-Mtf Sim S.p.A.) previa delibera del Consiglio di Amministrazione del 26.7.2013 ai fini della determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni, ha così deciso:

" (omissis) Il valore delle azioni della Banca viene calcolato sulla base delle riserve patrimoniali secondo un connotato di stabilità e nel rispetto della delibera presa dal Consiglio di Amministrazione in data 26.07.2013.

Come si evince dalla delibera, nella determinazione del valore dell'azione della Banca non viene incluso, prudenzialmente, l'eventuale sbilancio positivo determinato dai saldi della Riserva da valutazione delle attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva e degli utili (perdite) attuariali su piani a benefici definiti (IAS 19). Tale trattamento, si basa sulla considerazione che in una logica prudenziale, conforme agli indirizzi della Banca d'Italia, si ravvisa l'opportunità di non far concorrere le riserve in questione, qualora le stesse dovessero assumere valori cumulati netti positivi. Diverso approccio sarà

utilizzato nel caso le riserve in questione dovessero assumere valori netti complessivi negativi. (omissis) "

[Cfr. Metodologia per la determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni della Banca Popolare del Lazio, 17.4.2020, Risk manager della B.P.Lazio, pag. 2]

" (omissis) Il valore delle azioni calcolato sulla base delle riserve patrimoniali, computabili secondo un connotato di stabilità, viene determinato in € 32,84, che sommato al valore nominale determina un valore complessivo di € 35,84 ad azione, con un aumento di € 0,79 pari al 2,25%, rispetto al valore dello scorso anno.

Nella determinazione del valore delle azioni non è stato incluso lo sbilancio positivo di € 15.227.698,07, relativo ai saldi della Riserva da valutazione delle attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva e della Riserva degli utili o perdite attuariali, determinate dall'applicazione dello IAS 19.

Detta impostazione, approvata dal Consiglio di amministrazione, si basa sulla considerazione che in una logica prudenziale conforme, tra l'altro, agli indirizzi della Banca d'Italia, si ravvisa l'opportunità di non far concorrere le riserve in questione, nel suddetto calcolo, qualora le stesse dovessero assumere valori cumulati netti positivi. Diverso approccio sarà utilizzato nel caso le riserve in questione dovessero assumere valori netti complessivi negativi.

L'applicazione di detti principi comporta che il valore delle azioni rappresenta il 94,55% del Capitale sociale e Riserve, determinati con l'attribuzione della quota di utili. (omissis) "

[Cfr. Relazione del Consiglio di Amministrazione sulla gestione, Bilancio 2019 della B.P.Lazio, pag. 78-79]

In una logica prudenziale rispetto alla cornice concettuale in premessa citata, l'Advisor condivide l'opportunità di non far concorrere le riserve in questione allorché assumano valori cumulati netti positivi; diversamente, verrebbero ad essere computate qualora le riserve dovessero assumere valori netti complessivi negativi.

Pertanto, il valore delle azioni della Banca viene determinato dalla somma algebrica delle seguenti voci del passivo dello Stato patrimoniale:

- voce 110 Riserve da valutazione, con l'eventuale neutralizzazione delle Riserve su titoli valutati al fair value con impatto sulla redditività

complessiva e degli Utili (perdite) attuariali su piani a benefici definiti se complessivamente determinano un valore positivo.

- voce 140 Riserve;
- voce 150 Sovraprezzi di emissione;
- voce 160 Capitale;
- voce 180 Utile (Perdita) d'esercizio, limitatamente alla componente di autofinanziamento destinato a riserve;

L'ammontare così risultante viene suddiviso per il numero delle azioni rappresentative del Capitale sociale (n.498.879 azioni), con l'arrotondamento del secondo decimale al valore superiore.

Ne deriva, in aderenza alla impostazione di tipo patrimoniale conseguente alla prospettiva di valore richiamata, che la determinazione del valore più congruo per ciascuna azione rappresentativa del Capitale sociale della Banca al 31.12.2019 - secondo quanto sinteticamente sopra indicato - possa ragionevolmente compendiarsi in almeno

$$\frac{€ 12.248.187}{n. 498.879} = € 24,55.$$

All'importo testé definito, il Consiglio di Amministrazione potrebbe teoricamente valutare anche l'attribuzione pro quota di circa € 50.000 di plusvalore implicito non realizzato riferibile all'apporto ad un Fondo degli NPL, realizzatosi ad

inizio anno 2020, e già indicati nel "Bilancio pro forma - 2019" alla voce "110 ATT. NON CORRENTI E GRUPPI DI ATT. IN VIA DI DISMISSIONE" (per € 421.347,20).

Ciò porterebbe ad un accrescimento di valore marginale (circa € 0,10 per azione)

$$\frac{€ 12.298.187}{n. 498.879} = € 24,65.$$

Da ultimo, ma non meno importante, sussiste una considerazione ulteriore che si vuole sottoporre al Consiglio di Amministrazione affinché possa contemplare un valore latente non esplicitato dal Bilancio di verifica - 2019 (e che il DDM può delineare, come vedremo, secondo un approccio alternativo alla misurazione del valore): la presenza di *Deferred Tax Assets* oltre quanto indicato nel "Bilancio di verifica - 2019";

Al riguardo, l'Advisor richiama l'esemplare narrazione che il Consiglio di Amministrazione ha in animo di formalizzare alla prossima Assemblea con la Relazione Illustrativa del C.d.A. ex art. 2446 c.c., approvata dal Consiglio di Amministrazione tenutosi il 28.5.2020:

“ (omissis)

La Società, sin dalla sua costituzione, nella perdurante fase di start up, dalla quale si appresta ad uscire definitivamente in forza dell'applicazione delle derivate di Piano Industriale, oggetto di formale comunicazione all'Assise, ha conseguito perdite civilistiche (in parte utilizzabili anche ai fini fiscali) come segue:

Esercizio	Utili/(Perdite)	Perdite cumulate
2011	- 609.501	
2012	- 652.656	- 1.262.157
2013	- 609.858	- 1.872.015
2014	- 458.035	- 2.330.050
2015	- 699.865	- 3.029.915
2016	- 56.728	- 3.086.643
2017	2.916	- 3.083.727
2018	- 1.731.452	- 4.815.430
2019	- 2.070.842	- 6.886.272

Ai sensi dell'art. 84 del TUIR n. 917/86 dette perdite sono riportabili illimitatamente. Il beneficio fiscale connesso alle perdite riportabili di Euro 6.886.272 è stato parzialmente iscritto nella Situazione Patrimoniale fra i crediti tributari per imposte anticipate. La differenza calcolata fino alla data del 31/12/2019 è stata mantenuta solo ai fini fiscali in quanto non è stato ritenuto prudente, in accordo con la società di Revisione (PWC) ed il Collegio Sindacale, acquisire tutte le DTA all'attivo, in via precauzionale. Tale importo inoltre è stato esposto e dettagliato, in ossequio al principio contabile IAS 12 in nota integrativa, in quanto, seppur non iscritto in bilancio e quindi non esposto nei relativi schemi, rappresenta una "ricchezza" fiscale di cui la banca può beneficiarsi al ricorrere di determinate condizioni, - quale l'attuazione del nuovo Piano Industriale - attraverso l'iscrizione del credito in un momento successivo rispetto a quando questo è normativamente sorto. E' plausibile, a seguito della odierna delibera relativa alla riduzione del capitale, verificare la possibilità di un allineamento dei crediti per imposte anticipate anche se l'ammontare complessivo potrebbe non essere espresso compiutamente nell'attivo ma essere stato annotato, come detto, in via extra contabile (fiscale); in effetti la banca dispone di uno stock di DTA che, pur non avendo avuto la possibilità di essere iscritte in bilancio, mantengono il beneficio fiscale legato alla circostanza che la banca traguardi risultati positivi, tra l'altro ben rappresentati dagli scenari del nuovo Piano Industriale approvato, per cui tali ammontari costituiranno, in sede di liquidazione delle imposte, fonte di notevole risparmio.

Di seguito si riepiloga il saldo della posizione dei crediti tributari (dati espressi in migliaia di euro) con indicazione della quota fiscalmente riconosciuta e quella indicata in bilancio:

Esercizio	Perdita Fiscale	DTA in bilancio	DTA latenti
2012	- 1.021.474	280.905	
2013	- 498.777	137.164	
2014	- 435.661	119.807	
2015	- 751.560	206.679	
2016	36.479	- 10.032	
2017	37.805	- 10.396	
2018	- 1.644.788	-	452.317
2019	- 1.411.054	-	388.040
Totale	- 5.689.030	724.127	840.357

(omissis) ”.

[Cfr. Relazione Illustrativa del C.d.A. ex art. 2446 c.c., pag. 7-8]

Inoltre, in base al “Probability test” sviluppato dai Vostri Consulenti fiscali, da ultimo il 27.5.2020, si evince che

“ (omissis) Le perdite fiscali complessivamente accumulate dalla banca (pari ad Euro 5,7 milioni) vengono integralmente recuperate nel 2025. Le perdite fiscali su cui sono stanziati anticipati vengono integralmente recuperate nel 2023. (omissis) ”

[Cfr. E-mail dello Studio Pirola Pennuto Zei & Associati all’Amministrazione della Banca, 27.5.2020 ore 18:03].

Se ne deduce, quindi, che la Banca al momento può limitarsi all’iscrizione in Bilancio di € 724.127 a titolo di DTA in ragione del Piano Industriale avente il proprio orizzonte temporale sino al 2023; al contempo, la Banca può comunque disporre di € 840.357 a titolo di DTA, da utilizzare nei successivi periodi oltre il 2023, a fronte di utili fiscalmente imponibili (ulteriori rispetto a quelli di cui al Piano Industriale).

In altri termini, si emargina la presenza di un *buffer*, di difficile valutazione al momento, ma di pressoché probabile utilità per la Banca negli esercizi futuri, la cui iscrizione in bilancio sarà comunque verificata negli anni successivi, ai sensi dello IAS 12 e tenuto conto anche delle valutazioni della nuova subentrante società incaricata della revisione legale dei conti.

5.2 METODO "DIVIDEND DISCOUNT MODEL"

Come si è avuto modo di anticipare, il DDM trova diffusa applicazione nella prassi valutativa nazionale ed internazionale, anche rispetto alla valutazione del titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale di Banche a ciò obbligate *ex lege*.

La scelta di utilizzare il metodo DDM, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza, è una prassi condivisa nel settore finanziario.

Inoltre, tale scelta è stata anche indotta dalla capacità di tale metodologia di cogliere il valore di

una Banca sulla base del suo piano di sviluppo, così tenendo conto delle caratteristiche intrinseche.

Anche in tal caso, si segnala che all'esito di una indagine di mercato condotta dall'Advisor è emerso - come verosimilmente già noto al Consiglio di Amministrazione - che anche altri Istituti Bancari di categoria hanno determinato il valore dell'azione, alla luce degli esiti derivanti dall'applicazione di siffatta metodologia.

Nello specifico il DDM stima il valore di una Banca sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + k_e)^i} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

dove

W rappresenta il capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione;

D_i rappresentano i flussi di cassa distribuibili agli azionisti sotto forma di dividendo - senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso, anzi considerando gli accantonamenti minimi previsti dall'art. 32 del TUB nonché dall'art. 51 dello Statuto - nel periodo i -esimo di pianificazione esplicita, generati nell'orizzonte temporale prescelto

dal Piano Industriale, prescindendo dunque dalla alternativa (ritenzione di utili) che il top management vorrà concretamente poi sottoporre all'Assemblea negli esercizi futuri (atteso che la patrimonializzazione da autofinanziamento comunque realizzerebbe un accrescimento di valore per l'azionista);

k_e rappresenta il costo del capitale proprio determinato secondo il metodo del *Capital Asset Pricing Model*;

n è il periodo di previsione analitica dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti sotto forma di dividendo (dal 2020 al 2023);

TV rappresenta il valore residuo (Terminal Value) pari al valore attuale di una rendita perpetua basata sulla stima dei flussi di cassa normalizzati distribuibili costantemente nel lungo periodo nel rispetto dei requisiti patrimoniali prefissati (a far data dal 2024)

$$TV = \frac{D_{TV}}{k_e - g}$$

D_{TV} rappresentano i flussi di cassa distribuibili agli azionisti sotto forma di dividendo - senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a



mantenere lo sviluppo futuro atteso - nel periodo successivo alla previsione di cui al Piano Industriale, prescindendo anche in tal caso dalla alternativa della ritenzione di utili che il *top management* vorrà sottoporre all'Assemblea (atteso che la patrimonializzazione da autofinanziamento comunque realizzerebbe un accrescimento di valore per l'azionista);

g rappresenta un idoneo tasso espressivo del tendenziale ma graduale aumento, nel tempo, dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti, espresso dalla formula del **TV**.

L'applicazione del DDM, oltre a postulare il rispetto dei coefficienti prudenziali specifici assegnati (di cui al Prot. 424182 del 6/4/2018 dell'Autorità di Vigilanza) - per inciso, attualmente e prospetticamente osservati anche in base al Piano Industriale - risiede inesorabilmente sulla fattuale attuazione del Piano Industriale che il C.d.A. del 28.5.2020 si appresta a deliberare. Al contempo, postula che la Banca possa valutare l'opportunità di individuare nella raccolta presso clientela, di fatto oggi scarsamente se non per nulla onerosa, l'alternativa finanziaria in



sostituzione del mancato autofinanziamento che consegue alla devoluzione ai soci di quota parte dell'utile di esercizio.

L'applicazione del DDM si articola nelle seguenti fasi:

- i. Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento;
- ii. Stima del flusso distribuibile nel lungo periodo e determinazione del relativo tasso di crescita perpetuo;
- iii. Determinazione del tasso di attualizzazione (*cost of equity*)

Di seguito illustriamo le principali assunzioni e parametri adottati dall'Advisor per lo sviluppo del modello di valutazione.

5.2.1 LA DETERMINAZIONE DEL DIVIDENDO DISTRIBUIBILE

I dividendi attesi sono stati determinati sulla base del Piano Industriale, tenuto conto delle modalità applicative del modello di valutazione adottato, che intende confermare i *ratio* di vigilanza in termini di CET1 di cui al Piano Industriale (dal 27,8% al 20,8%), tenuto conto del *Risk Appetite Framework*.

Come sotteso al Piano Industriale, anche l'Advisor ha dunque tenuto in considerazione l'orientamento del Consiglio di Amministrazione di escludere, al momento, qualsiasi possibilità di poter realizzare l'*iter* per liquidare le azioni ai soci che abbiano formalizzato

richiesta di recesso, così da garantire la necessaria patrimonializzazione della Banca anche in vista dei piani operativi nel medio termine, nonché di eventuali progetti di natura straordinaria da realizzarsi a tendere.

Nell'applicare il DDM l'Advisor ha stimato, in base al Piano Industriale e rimanendo ad esso fedele, i flussi di dividendi futuri che la Banca sarà in grado di distribuire ai propri azionisti, attualizzati ad un tasso espressivo della rischiosità specifica del capitale proprio, tenendo conto altresì degli obblighi di legge e statutari (devoluzione a riserve) derivanti da un utile civilistico. L'unica eccezione è rappresentata dall'anno 2020 per il quale l'Advisor ha ritenuto che sia opportuno per la Banca procedere all'integrale ritenzione dell'utile, peraltro previsto dal Piano Industriale in circa € 71.070.



5.2.2 LA DETERMINAZIONE DEL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE

Per l'attualizzazione dei dividendi attesi dagli azionisti è stato utilizzato il costo del capitale di rischio, determinato secondo la teoria del C.A.P.M.

$$k_e = R_f + \beta x (R_m - R_f) + \alpha$$

R_f è il tasso *Risk-Free*, ossia tasso di rendimento delle attività prive di rischio; in particolare è stato assunto il rendimento Lordo all'emissione, per comparto e durata, di un BTP a 10 anni al 30.4.2020 ⁽¹⁰⁾, pari ad **1,47%**;

β è il *Beta factor*, ovvero parametro funzionale ad indicare la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso; in particolare, si è proceduto alla determinazione di un *Adjusted Equity Beta* specifico per la Banca mediante la formula di *Hamada*

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + \left[\left(\frac{D}{E}\right)_c \cdot (1 - t)\right]}$$

applicata a ciascun *Adjusted Equity Beta* desunti da *Bloomberg* (estrazione del 19.5.2020) per il campione di realtà bancarie quotate italiane assimilabili ⁽¹¹⁾.



$(R_m - R_f)$ rappresenta l'*Equity Risk Premium* (infra, $ERP_{(ITA)}$), ovvero rendimento differenziale richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio;

¹⁰ Fonte Statistiche Mercato Finanziario Nazionale, 15.5.2020, Banca di Italia.

¹¹ Credito Emiliano S.p.A., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c., Banca Popolare di Sondrio S.c., Banca Piccolo Credito Valtellinese S.p.A. e Banco di Desio e della Brianza S.p.A.

in particolare, tale parametro è stato individuato computando all'ERP di un mercato maturo, quale è quello degli USA, la componente di *Country Risk Premium* (premio per rischio specifico) del nostro Paese (*infra* $CRP_{(ITA)}$). Quanto all'ERP_(USA) si è fatto riferimento al dato medio (5,39%) in particolare dei dati "Average Of Implied Equity Risk Premium (1960-2019)" (5,58%) e "Current Implied Premium From S&P 500, Jan 2020" (5,2%); annualmente ufficializzati autorevole dottrina ⁽¹²⁾. Quanto al $CRP_{(ITA)}$ si è fatto riferimento ad un dato medio del 3,188% rispetto ai valori stimati al 30.4.2020 dalla stessa dottrina sia in base ai *rating* assegnati al Debito Sovrano ($CRP_{(ITA/Rating)}$ pari ad 4,029%) sia desumibile dai *Credit Default Swap* ($CRP_{(ITA/CDS)}$ pari ad 2,346%).

In definitiva l'ERP_(ITA) si è compendiato in **8,57%** ⁽¹³⁾.

α rappresenta un parametro addizionale a titolo di "execution risk", così da considerare nell'ambito del processo valutativo anche la rischiosità connessa al raggiungimento degli obiettivi prefissati nel Piano Industriale; in particolare, tale *addendum* è stato

¹² A. Damodaran, "Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications - The 2020 edition, updated march 2020", pag. 124.

¹³ Superiore, seppur di poco, al valore di 8,357% quantificato dallo stesso A. Damodaran quale ERP_(ITA) implicito derivante dai CDS.

stimato in **0,86%** corrispondente al valore percentuale del disallineamento registrato dal Patrimonio Netto tra il dato previsionale dell'annualità 2019, indicato nel precedente Piano Industriale, e l'analogo odierno dato a consuntivo, opportunamente sterilizzando l'effetto distorcente derivante dal valore consuntivo della voce "130 RETTIFICHE NETTE PER RSCHIO DI CREDITO" di Conto Economico (€ 1,959444 mln) determinatosi con la nuova Direzione Generale, rispetto al dato previsionale (€ 450.800) di cui al precedente Piano Industriale.

Tutto quanto sopra, porta alla determinazione di un *Cost of Equity* del **9,127%**

5.2.3 LA DETERMINAZIONE DEL TERMINAL VALUE

Il *Terminal Value* è stato determinato sulla base dei seguenti parametri:

Div rappresenta i flussi di cassa distribuibili agli azionisti sotto forma di dividendo - senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso - nel periodo successivo alla previsione di cui al Piano Industriale, prescindendo anche in tal caso dalla alternativa della ritenzione di utili che il *top management* vorrà sottoporre all'Assemblea (atteso che la

patrimonializzazione da autofinanziamento comunque realizzerebbe un accrescimento di valore per l'azionista); è stato, pertanto, quantificato nel valore medio tra la più realistica proiezione del dividendo al 2024 (circa € 1.541.550 per i soci) e il dato quantificabile per il 2023 in base al Piano Industriale (circa € 1.176.160 per i soci);

g è il tasso di crescita nominale di lungo periodo, considerato prudentemente pari allo 1%, assunto dunque al limite inferiore del range che solitamente autorevole dottrina e prassi valutativa in ambito bancario definisce (1% ed il 2%, quando tale parametro non coincide con l'estremo superiore o un intorno prossimo ad esso);

k_e rappresenta, come già precisato, il costo del capitale proprio determinato secondo il metodo del *Capital Asset Pricing Model*, per il quale sono state già precedentemente indicate le componenti sottostanti.

5.2.4 LA STIMA CON IL DDM

In base ai parametri sopra precisati, il valore economico riferibile, pertanto, all'*equity* della Banca, nella condizione "*steady state*" in base al Piano

Industriale, si quantifica in € **13.655.972** che - rapportato alle n.498.879 di azioni in circolazione - consente di poter stimare in € **27,373** il valore più congruo per il singolo titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca.

5.3 SENSITIVITY ANALYSIS

In coerenza con quanto effettuato dalla prassi più accreditata con riferimento all'individuazione di variabili più qualificanti l'esito del presente Parere, di seguito si procederà a illustrare alcune considerazioni sui punti di attenzione maggiormente rilevanti in ordine alle *assumption* e ai parametri finanziari posti alla base delle valutazioni condotte.

Al fine di verificare le valutazioni sopra proposte, il modello è stato alternativamente eseguito con le seguente opzioni alternative:

1. tasso *Risk-Free* pari al rendimento Lordo all'emissione per comparto e durata di un BTP a 10 anni al 31.12.2019 ⁽¹⁴⁾, pari ad 1,29%;
2. determinazione del *Beta factor*, in particolare escludendo dal campione le banche ⁽¹⁵⁾ che presentano meno le caratteristiche specifiche della categoria delle Banche Popolari;

¹⁴ Fonte Statistiche Mercato Finanziario Nazionale, 15.5.2020, Banca di Italia.

¹⁵ Banca Desio e Brianza e Credito Emiliano.

3. variazione del tasso g , in particolare incremento al valore medio (1,5%) entro il *range* declinato da autorevole dottrina e prassi (1% - 2%);
4. variazione del tasso α , innalzato all'1%.

5.3.1 SENSITIVITY / 1

Rispetto alla prima alternativa, si determina un differente *Cost of Equity*, pari ad **8,947%**, e dunque una diversa quantificazione - rispetto a quanto si era giunto in precedenza - del valore economico riferibile all'*equity* della Banca che, nella condizione "*steady state*" in base al Piano Industriale, si accresce ad € **14.012.854**, il che - rapportato alle n. 498.879 di azioni in circolazione - accresce ad € **28,089** la stima del valore più congruo per il singolo titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca.

5.3.2 SENSITIVITY / 2

Rispetto alla seconda alternativa si determina un differente *Cost of Equity*, pari ad **9,054%**, e dunque una diversa quantificazione - rispetto a quanto si era giunto in precedenza - del valore economico riferibile all'*equity* della Banca che, nella condizione "*steady state*" in base al Piano Industriale, si accresce lievemente ad € **13.789.815**, il che - rapportato alle n. 498.879 di azioni in circolazione - accresce ad € **27,660** la stima del valore più

congruo per il singolo titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca.

5.3.3 SENSITIVITY / 3

Rispetto alla terza alternativa, fermo il *Cost of Equity* ad **9,127%**, si determina comunque una diversa quantificazione - rispetto a quanto si era giunto in precedenza - del valore economico riferibile all'*equity* della Banca che, nella condizione "steady state" in base al Piano Industriale, si accresce ad € **14.428.966**, il che - rapportato alle n. 498.879 di azioni in circolazione - accresce ad € **28,923** la stima del valore più congruo per il singolo titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca.

5.3.4 SENSITIVITY / 4

Rispetto alla quarta alternativa, si determina un differente *Cost of Equity*, pari ad **9,266%** e dunque una diversa quantificazione - rispetto a quanto si era giunto in precedenza - del valore economico riferibile all'*equity* della Banca che, nella condizione "steady state" in base al Piano Industriale, si riduce ad € **13.389.636**, il che - rapportato alle n. 498.879 di azioni in circolazione - riduce ad € **26,839** la stima del valore più congruo per il singolo titolo azionario rappresentativo del Capitale sociale della Banca.

6. IL METODO DEI MULTIPLI DI VALORE

Il metodo dei multipli di valore, più propriamente definito come "*peers comparison analysis*", si basa sull'ipotesi che il valore di una società sia determinabile assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Normalmente si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Occorre preliminarmente osservare che a partire dalla crisi finanziaria originatasi a seguito del *default* del gruppo "*Lehman Brothers*" (15 settembre 2008), si è registrata una significativa disaffezione degli investitori rispetto ai titoli dell'industria bancaria, a favore di titoli relativi alle restanti industrie come evidenzia la dinamica dell'indice **EURO STOXX BANKS INDEX** di seguito riportata rispetto all'**EUROSTOXX INDEX**.





Ciò si è tradotto in una evidente penalizzazione dei titoli del comparto, con un riflesso depressivo dei ratios finanziari più importanti o, quantomeno, di maggiore utilizzo.

Fundamentals (for last 12 months)	
Index	Price/ book
_____	_____
EURO STOXX Banks Index	Trailing 0.3
EURO STOXX Index	1.3

Le banche nazionali non hanno fatto eccezione, come vedremo.

Illustriamo comunque, di seguito, le principali assunzioni e parametri adottati per lo sviluppo del metodo di raffronto, se applicabile:

1) Determinazione del campione di riferimento

L'Advisor ha considerato un campione costituito da realtà bancarie quotate italiane, in particolare: Credito Emiliano S.p.A., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c., Banca Popolare di Sondrio S.c., Banca Piccolo Credito Valtellinese S.p.A. e Banco di Desio e della Brianza S.p.A..

2) Definizione dell'intervallo temporale di riferimento

Sotto tale profilo l'Advisor ha fatto ricorso alla capitalizzazione di Borsa, come ufficializzato dalla Società di gestione "Borsa Italiana S.p.A." al termine di ciascun mese ⁽¹⁶⁾, su un orizzonte temporale di 4 mesi successivo alla data di riferimento del 31.12.2019 ⁽¹⁷⁾. Per ciascuno mese è stato preso a riferimento il dato della Capitalizzazione, del Patrimonio Netto e del Patrimonio Netto Tangibile di ciascuna banca, determinati in base ai più recenti *Financial Report* nel frattempo approvati ovvero ricostruiti in base alla documentazione ufficiale presente nella sezione "Investor Relations" dei rispettivi portali internet.

¹⁶ Dato ufficializzato nei 15/20 giorni successivi; ad esempio, il dato del 30.4.2020 è stato reso noto il 20.5.2020.

¹⁷ La mensilità di dicembre 2019 è stata esclusa in quanto trattasi di periodo soggetto a frequenti scambi degli operatori funzionali ad adeguamenti di "portafoglio" in relazione alla performance di fine esercizio.



3) Individuazione dei ratios ritenuti significativi

Per ciascuna delle banche costituenti il campione sono stati dunque determinati, a cura dell'Advisor, i seguenti multipli:

- Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV");
- Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV");

DENOMINAZIONE BANCA	P/BV 30.4.2020	P/BV 31.3.2020	P/BV 29.2.2020	P/BV 31.1.2020	MEDIA
MERCATO MTA					
BANCA POPOLARE SONDRIO	25,21%	23,91%	38,21%	34,00%	30,33%
BANCO DI DESIO E BRIANZA	36,04%	39,14%	38,46%	40,12%	38,44%
BPER BANCA	23,17%	27,76%	36,71%	42,57%	32,55%
CREDITO EMILIANO	43,80%	40,99%	50,51%	51,91%	46,80%
CREDITO VALTELLINESE	18,97%	20,10%	31,02%	26,39%	24,12%
	29,44%	30,38%	38,98%	39,00%	34,45%

DENOMINAZIONE BANCA	(1-P)/BV 30.4.2020	(1-P)/BV 31.3.2020	(1-P)/BV 29.2.2020	(1-P)/BV 31.1.2020	MEDIA
MERCATO MTA					
BANCA POPOLARE SONDRIO	74,79%	76,09%	61,79%	66,00%	69,67%
BANCO DI DESIO E BRIANZA	63,96%	60,86%	61,54%	59,88%	61,56%
BPER BANCA	76,83%	72,24%	63,29%	57,43%	67,45%
CREDITO EMILIANO	56,20%	59,01%	49,49%	48,09%	53,20%
CREDITO VALTELLINESE	81,03%	79,90%	68,98%	73,61%	75,88%
	70,56%	69,62%	61,02%	61,00%	65,55%

DENOMINAZIONE BANCA	P/TBV 30.4.2020	P/TBV 31.3.2020	P/TBV 29.2.2020	P/TBV 31.1.2020	MEDIA
MERCATO MTA					
BANCA POPOLARE SONDRIO	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	
BANCO DI DESIO E BRIANZA	36,73%	39,89%	39,20%	40,89%	39,18%
BPER BANCA	25,32%	30,33%	40,12%	46,52%	35,57%
CREDITO EMILIANO	51,01%	47,73%	58,81%	60,45%	54,50%
CREDITO VALTELLINESE	19,19%	20,33%	31,38%	26,70%	24,40%
	33,06%	34,57%	42,38%	43,64%	38,41%

Anche per rendere maggiormente esaustiva l'analisi che l'Advisor ritiene di sottoporre all'Ill.mo Consiglio di Amministrazione, per il medesimo 1° quadrimestre del 2020 sono stati elaborati i ratio P/BV relativi alle Banche i cui titoli sono negoziati sul sistema multilaterale di negoziazione autorizzato da Consob e gestito da Hi-MTF S.p.A..

Oltre ogni considerazione sulla rilevanza dei prezzi di cui alle quotazioni su tali mercati (che appaiono, allo scrivente, scarsamente significativi ⁽¹⁸⁾), si registra comunque l'esistenza di un divario a sconto tra "Prezzo" e "Book Value" più contenuto rispetto ai titoli quotati sul mercato MTA, apprezzabile mediamente tra il 25,5% ed il 28,5%.

¹⁸ Tenuto conto dell'elevata quantità di ordini di vendita revocati rispetto a quelli eseguiti e comunque della relatività dei volumi effettivamente negoziati rispetto al totale.

Media 2020	PriceMin/Book Value n.1 Equity (approx.)	PriceMed/Book Value n.1 Equity (approx.)	PriceMax/Book Value n.1 Equity (approx.)
BANCA AGRICOLA POP RAGUSA	83,69%	83,69%	83,69%
BANCA DI IMOLA	67,49%	67,49%	67,49%
BANCA MACERATA	90,39%	91,99%	92,47%
BANCA POPOLARE CORTONA	89,46%	89,46%	89,46%
BANCA POPOLARE DI FONDI	87,20%	87,20%	87,20%
BANCA POPOLARE LAJATICO	67,50%	67,50%	67,50%
BANCA POPOLARE LAZIO	59,80%	59,80%	59,80%
BANCA POPOLARE PUGLIESE	56,70%	56,70%	56,70%
BANCA POPOLARE VALCONCA	15,88%	15,88%	15,88%
BANCA SELLA			
BANCA VALSABBINA	47,03%	47,03%	47,03%
BCA POP DEL FRUSINATE	91,93%	91,93%	91,93%
BCA POP PUGLIA BASILICATA	21,51%	21,51%	21,51%
BCA POP. SANT'ANGELO	53,97%	53,97%	53,97%
BCA POPOLARE DI BARI			
BCA REG. DI SVILUPPO			
C R ASTI	122,41%	122,94%	123,48%
C R BOLZANO	73,91%	74,02%	74,11%
CIVIBANK	37,37%	37,73%	37,81%
CR CENTO	62,31%	96,75%	112,15%
CREDIT AGRICOLE FRIULADRIA	111,68%	111,68%	111,68%
LA CASSA DI RAVENNA	108,95%	108,97%	109,03%
VOLKSBANK BCA POP ALTO ADIGE	80,19%	80,19%	80,19%
Media	71,47%	73,32%	74,15%

4) Applicazione dei multipli alla Banca.

Applicando al Patrimonio Netto della Banca, per mera completezza, il dato medio relativo al multiplo P/BV definito per il campione prescelto di banche quotate al MTA, si addviene ad una valutazione che lo scrivente Advisor ritiene non coerente con la definizione del valore più congruo per la singola azione rappresentativa del Capitale sociale della Banca Popolare del Mediterraneo.

Analogamente, lo sconto implicito nell'analogo multiplo per le realtà bancarie negoziate sul sistema

multilaterale di negoziazione autorizzato da Consob e gestito da Hi-MTF S.p.A., dalle stesse Banche lì quotate non viene comunque assunto quale valore più congruo per la determinazione del valore della singola azione rappresentativa del rispettivo Capitale sociale ma, semmai, fornisce una qualche ulteriore indicazione rispetto alla valutazione che i singoli Istituti comunque effettuano ogni anno, ad approvazione del Bilancio annuale, anche grazie al supporto di Advisor all'uopo nominati.

Si ritiene, dunque, opportuno rimettere al Consiglio di Amministrazione le più idonee riflessioni al riguardo.



7. CONCLUSIONI

Tenuto conto delle risultanze delle metodologie valutative adottate e delle analisi finanziarie effettuate descritte nel Parere, è opinione di chi scrive che il valore più congruo per la singola azione rappresentativa del Capitale sociale della Banca Popolare del Mediterraneo possa essere ragionevolmente individuato all'interno dell'intervallo compreso tra **€ 24,55** ed **€ 28,92** quest'ultimo riferibile allo scenario di "Sensitivity / 3" (cfr. par. 5.3.3) rispetto alla metodologia DDM che, nella sua implementazione (cfr.par.5.2.4), ha condotto ad un valore di **€ 27,37**.

Rimanendo a disposizione per qualsivoglia chiarimento e/o informazione si riterranno opportuni, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono distinti ossequi.

Roma, 28 maggio 2020

Prof. Andrea Giornetti

