



**Banca Popolare  
del Mediterraneo**

***Fairness Opinion* in merito al  
presumibile valore di mercato  
delle azioni al 31 dicembre 2021  
di Banca Popolare del  
Mediterraneo S.c.p.a.**

*Prof. Dott. Roberto Moro Visconti*

*dottore commercialista e revisore legale dei conti in Milano*

*professore di Finanza aziendale nell'Università Cattolica di Milano*

Via G. Carducci, 32 – 20123 MILANO

02-89072549 - [roberto.morovisconti@morovisconti.it](mailto:roberto.morovisconti@morovisconti.it)

[roberto.morovisconti@odcemilano.it](mailto:roberto.morovisconti@odcemilano.it)

[www.morovisconti.com](http://www.morovisconti.com)

# INDICE

	<b>Pag.</b>
1. Oggetto dell’incarico	3
2. La documentazione utilizzata	3
3. Il contesto di riferimento	4
4. Cenni in merito all’attività della banca	5
5. Il piano strategico 2022-2025	7
5.1. <i>Gli stress test sul piano strategico</i>	13
6. La <i>policy</i> in materia di determinazione del valore delle azioni	17
6.1. <i>Il Dividend Discount Model (DDM)</i>	19
6.2. <i>Il Warranted Equity Method (WEM)</i>	21
6.3. <i>Il metodo empirico dei multipli di mercato</i>	22
7. L’analisi dei dati prospettici	24
8. Aspetti metodologici della stima	27
9. La stima del presumibile valore di mercato delle azioni	30
9.1. <i>Il Dividend Discount Model</i>	31
9.2. <i>Il Warranted Equity Method</i>	34
9.3. <i>Il confronto con il metodo dei multipli Price/Book Value</i>	36
10. Conclusioni	41



## 1. OGGETTO DELL'INCARICO

In data 12 maggio 2022, il sottoscritto prof. dott. **Roberto Moro Visconti**, professore di Finanza Aziendale nell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, dottore commercialista e revisore legale dei conti, con studio in Milano, via G. Carducci n. 32, iscritto all'albo dei dottori commercialisti di Milano al n. 2298 / sez. A, al registro dei revisori legali dei conti al n. 39484 e all'albo dei consulenti tecnici in materia civile del Tribunale di Milano al n. 9330 (specialità: operazioni straordinarie e valutazioni d'azienda), ha ricevuto incarico, dal C.d.A. di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a., di predisporre una *fairness opinion*, a supporto delle determinazioni dell'organo amministrativo, in merito al presumibile valore di mercato delle azioni della suddetta società, riferita alla data del 31 dicembre 2021, tenuto conto dell'art. 6.1. del vigente statuto sociale e della "*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*", approvata dal C.d.A.

La presente *fairness opinion* s'inquadra in tale contesto, nel cui esclusivo ambito assume significato.

## 2. LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

3

Oltre a notizie e dati desumibili dal *web*, per lo svolgimento della presente *fairness opinion*, il sottoscritto si è avvalso – in particolare – della seguente documentazione, in parte fornita dal committente:

- visura aggiornata di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a.;
- statuto vigente di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a.;
- bilanci di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. al 31 dicembre 2018, al 31 dicembre 2019 e al 31 dicembre 2020;
- bilancio preconsuntivo di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. al 31 dicembre 2021;
- piano strategico 2022-2025 di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. (versione del 29 aprile 2022);
- *policy* vigente in materia di determinazione del valore delle azioni di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. (approvata dal C.d.A. del 25 maggio 2021);

- corrispondenza fra Banca d'Italia e Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. nel corso del 2020 e del 2021;
- comunicazione CONSOB prot. n. 0412078/22, del 31 marzo 2022;
- resoconto ICAAP/ILAAP al 31 dicembre 2021, approvato dal C.d.A. del 29 aprile 2022.

I documenti non allegati alla presente *fairness opinion* sono tenuti agli atti del sottoscritto e del committente.

Il sottoscritto non ha effettuato alcuna revisione legale dei conti o delle procedure della società e non è inoltre a conoscenza di dati o informazioni, oltre a quelli forniti e sopra citati, il cui contenuto potrebbe avere un impatto significativo ai fini della presente *fairness opinion*.

Come richiesto, l'analisi dei dati prospettici contenuti nel piano strategico 2022-2025 si è limitata alla loro ragionevolezza e alla loro coerenza con le ipotesi reddituali sottostanti e non anche alla loro veridicità e concreta fattibilità prospettica. La veridicità e fattibilità del piano dovranno essere oggetto di periodica verifica da parte dell'organo amministrativo della banca, che potrà e dovrà apportare tutti i correttivi che dovessero eventualmente rendersi necessari e implementare, se opportuno e necessario, tempestive azioni correttive.

### **3. IL CONTESTO DI RIFERIMENTO**

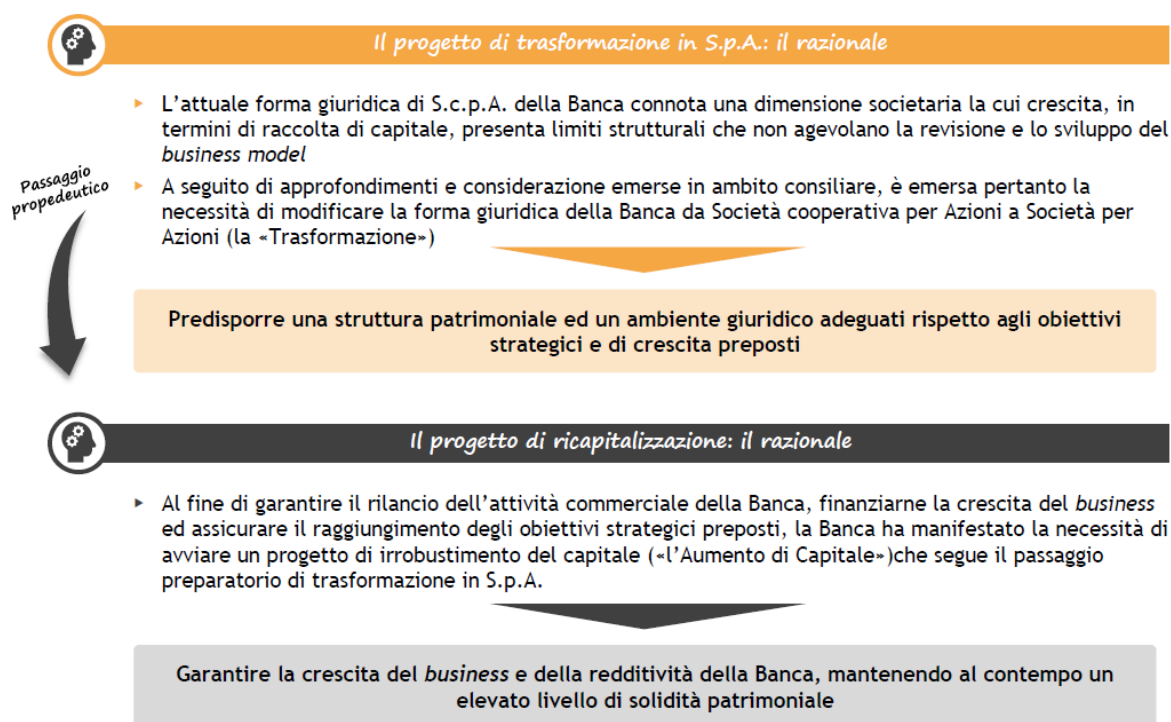
Secondo quanto stabilito dall'art. 6.1. del vigente statuto sociale, “*su proposta degli Amministratori, sentito il Collegio Sindacale, l'Assemblea dei soci determina annualmente, in sede di approvazione del bilancio, tenuto conto delle riserve patrimoniali risultanti dallo stesso, l'importo che deve essere versato per ogni nuova azione emessa nell'esercizio*”.

Come prospettato al sottoscritto dal committente, Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. intende procedere a breve alla trasformazione da banca popolare ad azienda di credito ordinaria e ad un successivo aumento del capitale sociale riservato a supporto del piano strategico.

A tal fine, la Banca ha raggiunto con tre soggetti un accordo di investimento, siglato in data 22 novembre 2021. Tale accordo prevede un impegno, da parte degli investitori, a sottoscrivere un aumento di capitale riservato di complessivi 12 milioni di euro (di cui - ad

oggi - oltre 1 milione già versati a titolo di acconto in più *tranches*), previa trasformazione della banca da popolare a istituto di credito “ordinario”.

L’aumento di capitale residuo di 11 milioni di euro avverrà, previa esclusione motivata del diritto d’opzione (ex art. 2441, 6° comma c.c.) e previa autorizzazione delle competenti autorità.



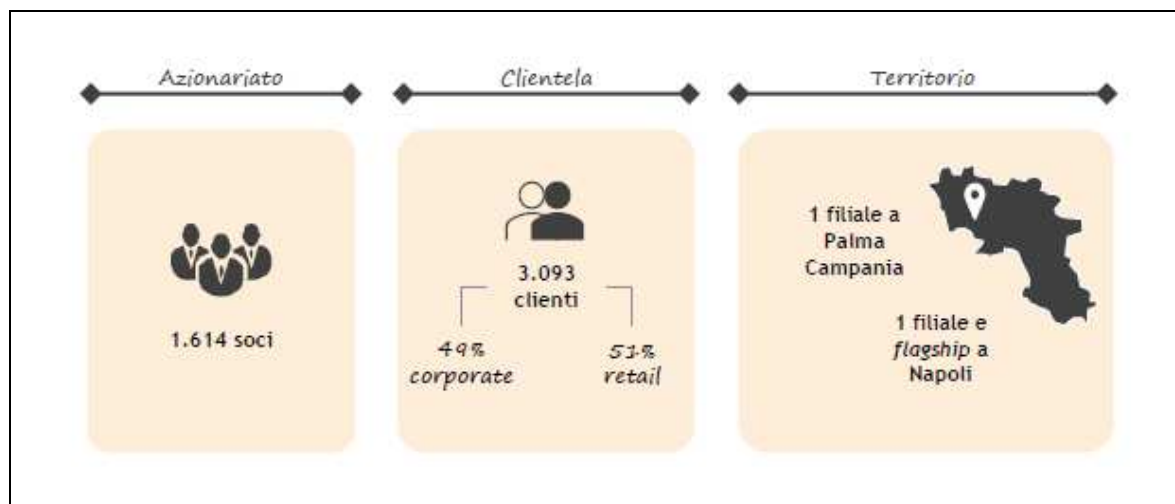
Per la valutazione di cui sopra, il C.d.A. della banca ha approvato (nella seduta del 25 maggio 2021) la “*policy in materia di determinazione del valore delle azioni*”, che sarà illustrata *infra* nel par. 6.

È stato inoltre predisposto dal *management* della banca un piano strategico per il periodo 2022-2025 (versione del 29 aprile 2022), sintetizzato nel successivo par. 5.

#### 4. CENNI IN MERITO ALL’ATTIVITÀ DELLA BANCA

Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. è una banca commerciale tradizionale, con attività prevalentemente indirizzata al mercato *retail* e delle imprese, con riferimento alle PMI e ai piccoli operatori economici del mercato locale campano<sup>1</sup>.

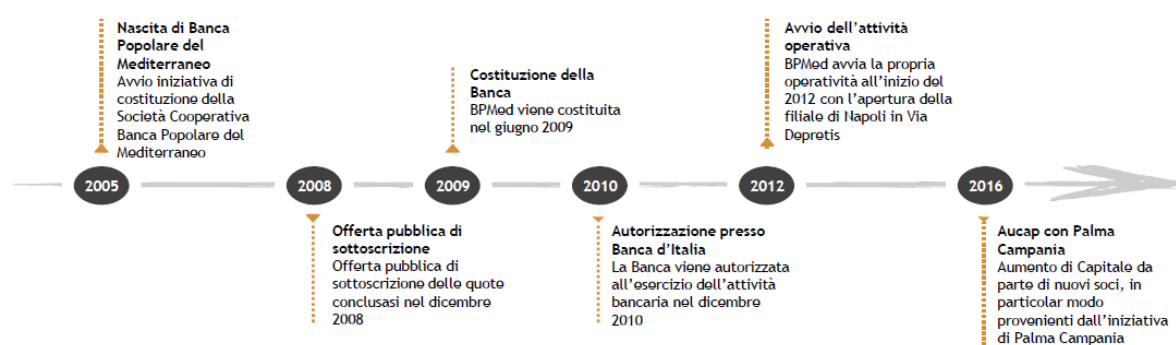
<sup>1</sup> Per maggiori approfondimenti, si veda <https://bpmed.it/la-banca/chi-siamo>.



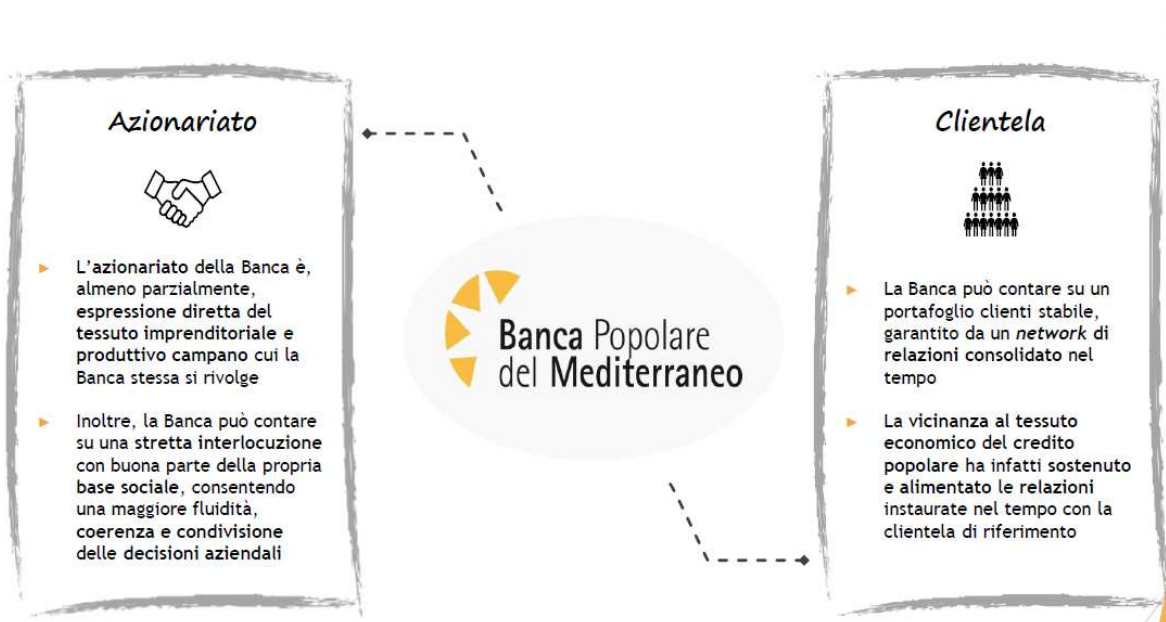
Come desumibile da una visura camerale aggiornata, i principali dati riguardanti la società sono i seguenti:

- Denominazione: Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a.
- Sede legale: via A. Depretis, 81 – 80133 Napoli
- PEC: [bpmed@pec.it](mailto:bpmed@pec.it)
- P. IVA / C.F.: 03547120612
- REA: NA - 843414
- Capitale sociale: € 13.068.888 i.v.
- Numero di azioni ordinarie: 498.879
- Sistema di amministrazione: consiglio di amministrazione a 9 membri (Nicola Donnarumma, presidente e rappresentante legale; Giovanni Castellano, vicepresidente; Fulvio Luise, consigliere; Stefano Luise, consigliere; Donato Ammatura, consigliere; Gennaro Fusco, consigliere; Michele Nappi, consigliere; Raffaele Iervolino, consigliere; Alessandro Di Dato, consigliere)
- Organo di controllo: collegio sindacale (Antonio Minervini, presidente; Santolo Nunziata Rega, membro effettivo; Vincenzo Barrella, membro effettivo)
- Società di revisione: KPMG S.p.a.
- Estratto oggetto sociale: *la società ha per oggetto la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito, nelle sue varie forme, tanto nei confronti dei propri soci quanto dei non soci, ispirandosi ai principi del credito popolare*

L’iniziativa di costituzione della Banca Popolare del Mediterraneo nasce nel 2005 dalla volontà di consolidare la presenza del credito popolare nel territorio campano.



I principali vantaggi competitivi della banca riguardano l’azionariato e la clientela:



## 5. IL PIANO STRATEGICO 2022-2025

Il *management* della banca ha predisposto un piano strategico per il periodo 2022-2025, messo a disposizione del sottoscritto (nella versione del 29 aprile 2022), ed inviato alla Banca d'Italia, tenuto conto della prospettata operazione di trasformazione da banca popolare in banca ordinaria e del successivo aumento di capitale.

Lo stato patrimoniale preconsuntivo 2021 e prospettico 2022-2025 che emerge dal suddetto piano è in sintesi il seguente (dati in migliaia di euro):



Stato Patrimoniale (€'000)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Cassa e disponibilità liquide	37.946,5	49.180,4	37.159,7	29.156,3	16.061,1
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto a conto economico	2.826,7	2.858,1	2.858,1	2.858,1	2.858,1
Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività compl.	37.664,8	34.764,8	32.964,8	32.264,8	32.564,8
Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	56.513,8	60.278,2	80.305,1	106.445,7	136.772,2
Crediti verso banche	4.241,3	4.741,3	5.241,3	5.741,3	6.241,3
Crediti verso clientela	52.272,5	55.536,8	75.063,8	100.704,4	130.530,9
Attività materiali	4.028,5	3.823,0	3.549,3	3.349,4	3.154,0
Attività immateriali	11,1	497,3	398,0	298,6	199,3
Attività fiscali	1.730,3	1.713,7	1.697,2	1.681,0	1.664,8
Altre attività	2.251,0	2.066,5	2.793,1	3.747,2	4.857,1
<b>Totale Attivo</b>	<b>142.972,7</b>	<b>155.182,0</b>	<b>161.725,3</b>	<b>179.801,1</b>	<b>198.131,4</b>
Passività finanziarie valutate al costo ammortizzato (IFRS 7 par. 8 lett. g)	124.050,5	126.194,4	132.273,3	149.699,2	166.925,3
Debiti verso banche	15.555,1	15.473,1	15.411,9	28.329,9	41.625,4
Debiti verso clientela	108.495,4	110.721,2	116.861,3	121.369,3	125.299,9
Titoli in circolazione	-	-	-	-	-
Passività fiscali	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Altre passività	7.683,0	7.840,6	8.275,4	8.594,7	8.594,7
Trattamento di fine rapporto del personale	410,2	496,4	586,1	680,9	778,2
Fondi per rischi e oneri	469,0	589,0	719,0	854,0	994,0
Riserve da valutazione	(459,6)	(690,1)	(69,1)	(69,1)	(69,1)
Riserve	(1.046,8)	(2.471,7)	(4.318,7)	(5.129,7)	(5.028,8)
Capitale	13.068,9	25.068,9	25.068,9	25.068,9	25.068,9
Utile (Perdita) d'esercizio	(1.204,0)	(1.846,9)	(811,0)	100,9	866,9
<b>Patrimonio Netto</b>	<b>10.358,5</b>	<b>20.060,1</b>	<b>19.870,0</b>	<b>19.971,0</b>	<b>20.837,8</b>
<b>Totale Passivo e Patrimonio Netto</b>	<b>142.972,7</b>	<b>155.182,0</b>	<b>161.725,3</b>	<b>179.801,1</b>	<b>198.131,4</b>

Il conto economico preconsuntivo 2021 e prospettico 2022-2025 che emerge dal suddetto piano è invece il seguente (dati in migliaia di euro):

Conto Economico (€'000)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Interessi attivi e proventi assimilati	2.244,4	2.237,7	2.474,1	3.307,5	4.275,1
Interessi passivi e oneri assimilati	(149,1)	(134,3)	(132,2)	(221,4)	(290,3)
<b>Margine di Interesse</b>	<b>2.095,3</b>	<b>2.103,4</b>	<b>2.341,8</b>	<b>3.086,1</b>	<b>3.984,8</b>
Commissioni Attive	1.498,3	1.598,5	1.929,6	2.340,8	2.780,7
Commissioni Passive	(215,2)	(193,4)	(211,2)	(226,4)	(261,9)
<b>Commissioni Nette</b>	<b>1.283,1</b>	<b>1.405,1</b>	<b>1.718,4</b>	<b>2.114,3</b>	<b>2.518,7</b>
Dividendi e proventi simili	-	-	-	-	-
Risultato netto dell'attività di negoziazione	58,7	-	-	-	-
Utile (perdita) derivante da cessione/riacquisto di:	376,0	36,2	155,3	140,3	135,3
a) Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato	-	(144,2)	-	-	-
b) Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva	376,0	180,3	155,3	140,3	135,3
d) Passività finanziarie	-	-	-	-	-
Risultato netto delle attività/passività finanziarie valutate a FV con impatto a CE	20,4	-	-	-	-
<b>Margine di Intermediazione</b>	<b>3.833,6</b>	<b>3.544,7</b>	<b>4.215,5</b>	<b>5.340,8</b>	<b>6.638,9</b>
Rettifiche e riprese di valore per il deterioramento di:	(833,3)	(825,1)	(858,2)	(938,2)	(1.060,8)
a) Attività finanziarie valutate al costo ammortizzato - ex crediti	(833,5)	(825,1)	(858,2)	(938,2)	(1.060,8)
<b>Risultato netto della gestione finanziaria</b>	<b>3.000,3</b>	<b>2.719,5</b>	<b>3.357,3</b>	<b>4.402,5</b>	<b>5.578,1</b>
Spese amministrative	(3.609,1)	(3.405,0)	(3.770,3)	(3.890,2)	(3.983,4)
Spese per il personale	(1.521,7)	(1.458,7)	(1.559,3)	(1.592,7)	(1.594,9)
Altre Spese Amministrative	(2.087,4)	(1.946,3)	(2.210,9)	(2.297,5)	(2.388,5)
Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri	(342,0)	(120,0)	(130,0)	(135,0)	(140,0)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività materiali	(290,8)	(258,1)	(247,6)	(247,6)	(243,1)
Rettifiche/riprese di valore nette su attività immateriali	(5,7)	(5,7)	(99,4)	(99,4)	(99,4)
Altri proventi e oneri di gestione	87,2	93,6	108,4	156,7	215,0
<b>Costi Operativi</b>	<b>(4.160,4)</b>	<b>(3.695,2)</b>	<b>(4.138,8)</b>	<b>(4.215,4)</b>	<b>(4.250,9)</b>
Costi di ristrutturazione	-	(804,0)	-	-	-
<b>Utile (Perdita) dell'attività corrente al lordo delle imposte</b>	<b>(1.160,1)</b>	<b>(1.779,7)</b>	<b>(781,5)</b>	<b>187,1</b>	<b>1.327,2</b>
Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente	(43,8)	(67,2)	(29,5)	(86,2)	(460,4)
<b>Utile/(Perdita) di esercizio</b>	<b>(1.203,9)</b>	<b>(1.846,9)</b>	<b>(811,0)</b>	<b>100,9</b>	<b>866,9</b>



Il nuovo *business-model* delineato nel piano strategico si fonda sui seguenti pilastri d'intervento:



I suddetti pilastri si basano sui seguenti fattori principali:

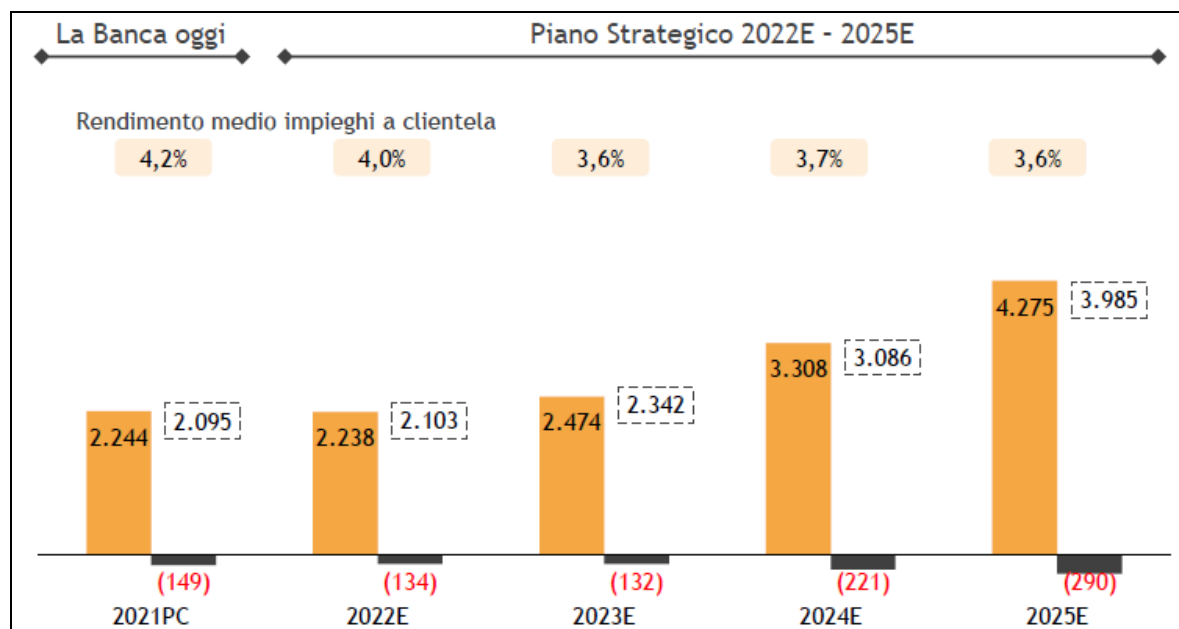


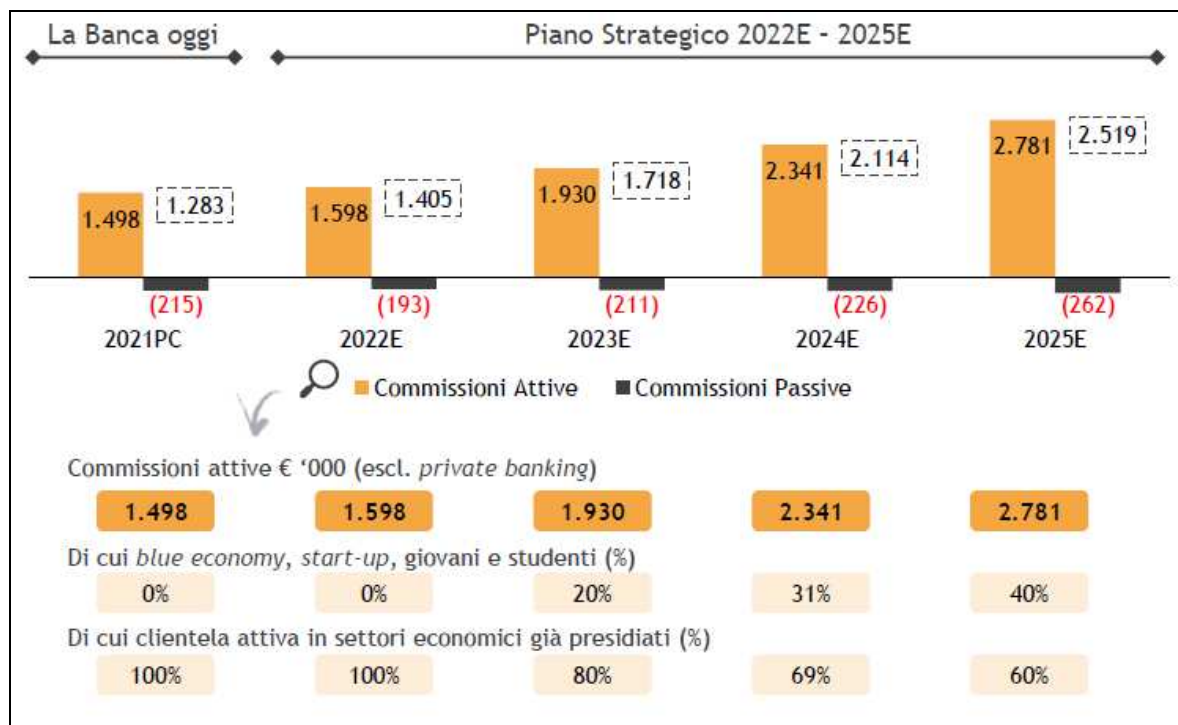
Una sintesi del percorso evolutivo previsto dal piano strategico è riportata di seguito:

Settori	Obiettivo	Modalità d'esecuzione	Risorse dedicate	Volumi 2022 - 2025 (1)	Investimenti IT e risorse (3)
<b>Territorialità (Blue economy e settori già presidiati)</b>	Estrarre il potenziale valore latente dall'attuale portafoglio clienti	Potenziamento dei canali di vendita tradizionali, dell'offerta prodotti (factoring, estero) e della forza commerciale	• 6 nuove risorse interne • 2 nuove risorse esterne	€ 123,0 mln	<ul style="list-style-type: none"> <li>• €433k per il nuovo personale</li> <li>• €114k per il team di advisory</li> <li>• €225k + 20% canone per la digitalizzazione del front-end</li> <li>• €180k + 20% canone annuo per la digitalizzazione del back-end</li> </ul>
<b>Community (Start-up, giovani e studenti)</b>	Incrementare la quota di mercato e il tasso di penetrazione del segmento giovani, studenti e start-up	Potenziamento dell'offerta prodotti e vendita tramite il canale online	• 6 nuove risorse interne • 2 nuove risorse esterne	€ 17,7 mln	
<b>Payments (e-commerce, carte, POS e BNLP)</b>	Innovare l'offerta prodotti anche al fine di incrementare la penetrazione di specifici segmenti di clientela	Potenziamento dell'offerta prodotti e vendita tramite il canale online	-	€ 0,170 mln <sup>(2)</sup>	
<b>Raccolta Indiretta / Private Banking</b>	Sostenere la crescita delle commissioni e sviluppare un'offerta commerciale a 360°	Partnership e convenzioni con gestori terzi	• 1 promotore finanziario / gestore	€ 10,0 mln	

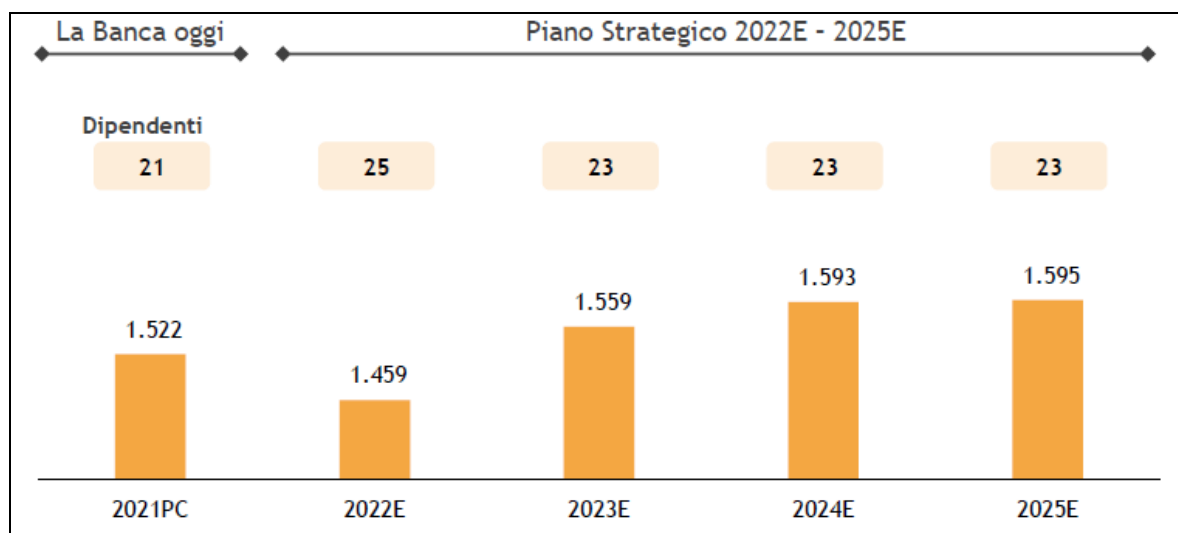
Il piano prevede una crescita progressiva del margine di interesse e delle commissioni nette, tenuto conto della maggior contribuzione derivante dai nuovi segmenti operativi:

10

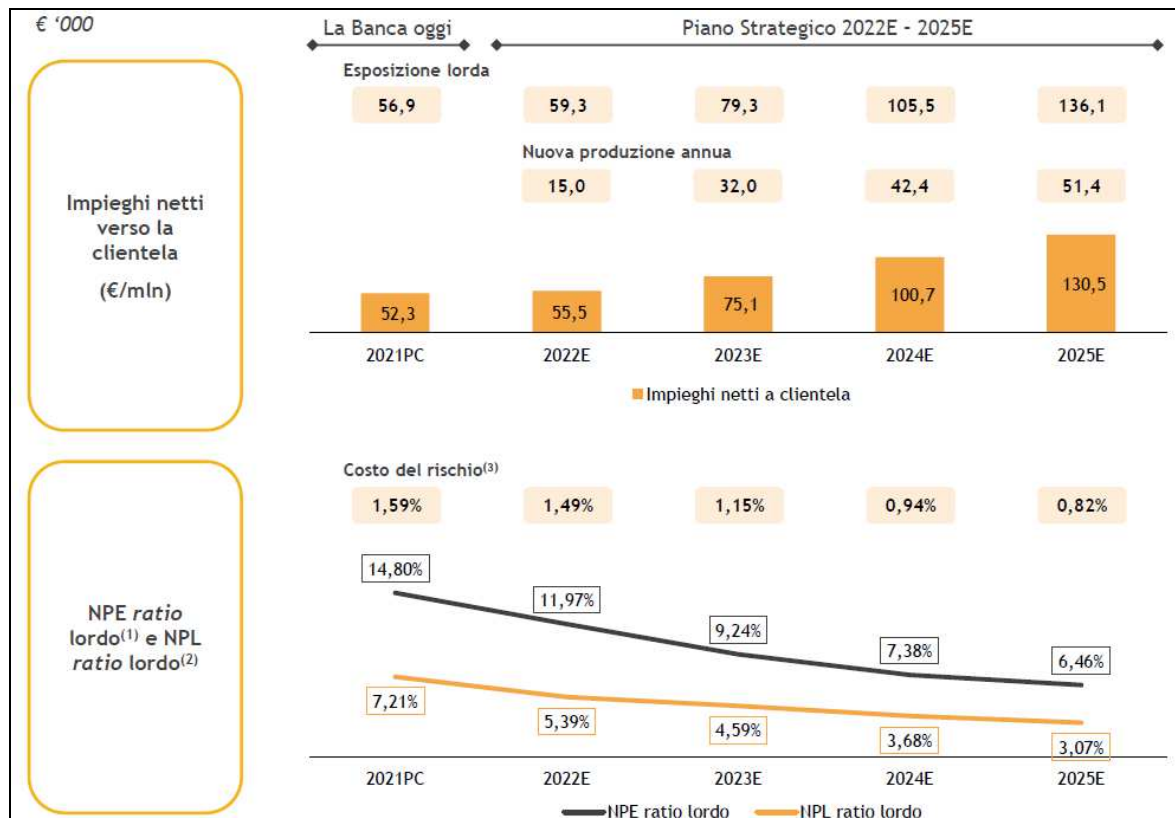




Nell'arco del piano, si prevedono spese per il personale sostanzialmente costanti, per effetto del *turnover* di risorse selezionate:

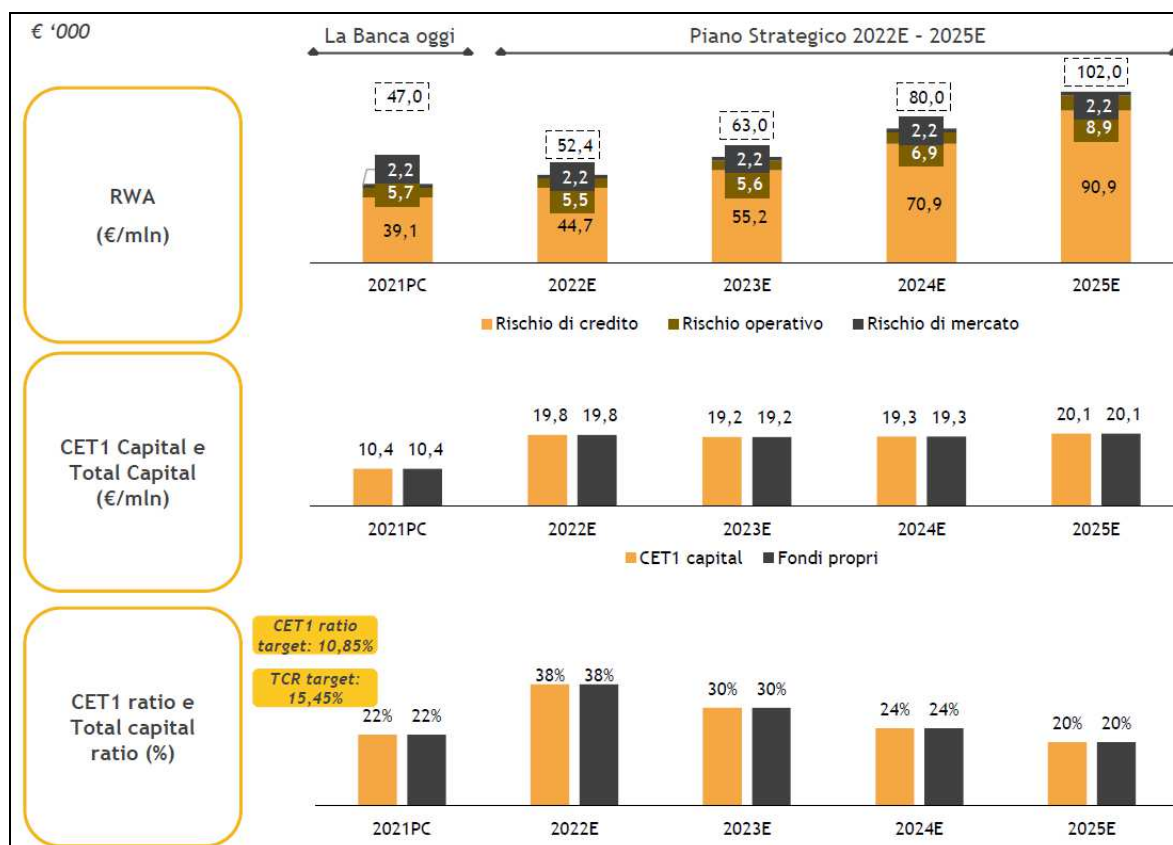


Sono previsti un aumento degli impieghi verso la clientela (per effetto delle erogazioni previste) e una riduzione dell’NPL *ratio*, che allo stato attuale si attesta su livelli medi più elevati rispetto alla media di settore:



Per quanto concerne l’evoluzione del patrimonio di vigilanza (in termini di RWA, *CET1 Ratio*<sup>2</sup> e *Total Capital Ratio*), il piano strategico 2022-2025 prevede in sintesi quanto segue (sempre con dati in migliaia di euro):

<sup>2</sup> È un numero in percentuale, che indica il patrimonio di una banca rapportato ai rischi ponderati (prestiti). Più alta è la percentuale, più la banca è da ritenersi solida, cioè meno esposta, avendo concesso meno prestiti rispetto al proprio capitale.



I principali KPI's per il periodo 2022-2025 previsti dal piano strategico sono i seguenti (valori in %):

13

KPIs (%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
Cost/Income ratio	109%	104%	98%	79%	64%
Costo del rischio	1,6%	1,5%	1,2%	0,9%	0,8%
NPE ratio lordo	14,8%	12,0%	9,2%	7,4%	6,5%
NPL ratio lordo	7,2%	5,4%	4,6%	3,7%	3,1%
Coverage ratio su stage 1	1%	1%	1%	1%	1%
Coverage ratio su stage 2	5%	5%	5%	5%	5%
Coverage ratio Past due	10%	13%	13%	13%	13%
Coverage ratio Inadempienze probabili	37%	39%	40%	42%	43%
Coverage ratio Sofferenze	69%	59%	63%	66%	69%
CET1 ratio	22,1%	37,7%	30,4%	24,1%	19,7%
Total Capital ratio (TCR)	22,1%	37,7%	30,4%	24,1%	19,7%
NSFR	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
LCR	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%

### 5.1. Gli stress test sul piano strategico

Il piano strategico 2022-2025 elaborato dalla banca con l'ausilio dei Suoi consulenti (versione del 27 aprile 2022) prevede uno *stress test* con tre scenari di riferimento.

Il primo scenario prevede un deterioramento del contesto di mercato, con contestuale mancato raggiungimento degli obiettivi commerciali e un abbattimento della nuova produzione pari al 20% dello scenario base; le conseguenze sul piano strategico sarebbero le seguenti:

- riduzione della crescita del margine di interesse in arco piano ad un CAGR 21-25 del 12,5%, rispetto ad un CAGR 21-25 del 17,4% dello scenario base, ascrivibile all'abbattimento della nuova produzione – pari a € 113 milioni cumulati rispetto a € 140 milioni previsti nello scenario base;
- riduzione della crescita del margine commissionale in arco piano ad un CAGR del 15,1%, rispetto ad un tasso medio annuo composto del 18,4% previsto nello scenario base, ascrivibile ad una riduzione degli impieghi e delle commissioni da servizi ancillari forniti alla nuova clientela;
- aumento delle rettifiche su crediti ad un CAGR del 2,5%, più contenuto rispetto all'incremento previsto nello scenario base (CAGR 21-25 del 6,2%);
- incremento dei costi operativi più contenuto rispetto a quanto previsto nello scenario base (CAGR scenario base pari a 0,5% vs. CAGR stress test pari a 0,1%), per effetto della mancata assunzione di una risorsa della sales force del team commerciale.

14

Per tale scenario, gli effetti sul piano strategico sarebbero i seguenti:

Voci Conto Economico (€'000)	2021PC	2022E	2022E	2023E	2023E	2024E	2024E	2025E	2025E	CAGR 21PC-25E Piano	CAGR 21PC-25E Stress test
	Piano	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test		
Margine di Interesse	2.095	2.103	2.061	2.342	2.171	3.086	2.678	3.985	3.356	17,4%	12,5%
Commissioni Nette	1.283	1.405	1.383	1.718	1.623	2.114	1.937	2.519	2.253	18,4%	15,1%
<b>Margine di Intermediazione</b>	<b>3.834</b>	<b>3.545</b>	<b>3.481</b>	<b>4.216</b>	<b>3.949</b>	<b>5.341</b>	<b>4.754</b>	<b>6.639</b>	<b>5.744</b>	<b>14,7%</b>	<b>10,6%</b>
Rettifiche/riprese deterioramenti o crediti	(833)	(825)	(796)	(858)	(791)	(938)	(837)	(1.061)	(920)	6,2%	2,5%
Costi Operativi	(4.160)	(3.695)	(3.692)	(4.139)	(4.063)	(4.215)	(4.141)	(4.251)	(4.179)	0,5%	0,1%
<b>Risultato operativo</b>	<b>(1.160)</b>	<b>(1.780)</b>	<b>(1.811)</b>	<b>(781)</b>	<b>(904)</b>	<b>187</b>	<b>(224)</b>	<b>1.327</b>	<b>645</b>	<b>n.s.</b>	<b>n.s.</b>

Voci Stato Patrimoniale (€'000)	2021PC	2022E	2022E	2023E	2023E	2024E	2024E	2025E	2025E	CAGR 21PC-25E Piano	CAGR 21PC-25E Stress test
	Piano	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test		
Crediti verso clientela	52.272	55.537	52.716	75.064	66.476	100.704	85.298	130.531	107.714	25,7%	19,8%
Raccolta diretta	108.495	110.721	110.721	116.861	116.861	121.369	121.369	125.300	125.300	3,7%	3,7%
<b>Rapporto interbancario netto</b>	<b>(11.314)</b>	<b>(10.732)</b>	<b>(10.732)</b>	<b>(10.171)</b>	<b>(10.171)</b>	<b>(22.589)</b>	<b>(22.589)</b>	<b>(35.384)</b>	<b>(22.089)</b>	<b>33,0%</b>	<b>18,2%</b>

Il secondo scenario prevede un deterioramento del portafoglio creditizio, con conseguente aumento del tasso di scivolamento a portafoglio deteriorato della nuova produzione; le conseguenze sul piano strategico sarebbero le seguenti:



- riduzione della crescita del margine di interesse in arco piano ad un CAGR 21-25 del 17,1%, rispetto ad un CAGR 21-25 del 17,4% dello scenario base, per effetto del maggiore scivolamento a deteriorato della nuova produzione, e contestuale riduzione della componente commissionale ascrivibile agli impieghi;
- significativo aumento delle rettifiche su crediti ad un CAGR 21-25 del 28,4%, rispetto al CAGR previsto nello scenario base pari a 6,2%;
- incremento di NPE e NPL *ratio* lordi rispetto allo scenario base, che in ultimo anno di Piano passano rispettivamente da 6,5% e 3,1% nello scenario base a 9,1% e 5,2% nello *stress test*.

Per tale scenario, gli effetti sul piano strategico sarebbero i seguenti:

Voci Conto Economico (€'000)	2021PC	2022E	2022E	2023E	2023E	2024E	2024E	2025E	2025E	CAGR 21PC-25E Piano	CAGR 21PC-25E Stress test
	Piano	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test		
Margine di Interesse	2.095	2.103	2.103	2.342	2.338	3.086	3.069	3.985	3.941	17,4%	17,1%
Commissioni Nette	1.283	1.405	1.405	1.718	1.718	2.114	2.111	2.519	2.510	18,4%	18,3%
<b>Margine di Intermediazione</b>	<b>3.834</b>	<b>3.545</b>	<b>3.544</b>	<b>4.216</b>	<b>4.211</b>	<b>5.341</b>	<b>5.320</b>	<b>6.639</b>	<b>6.586</b>	<b>14,7%</b>	<b>14,5%</b>
Rettifiche/riprese deterioramenti o crediti	(833)	(825)	(860)	(858)	(1.240)	(938)	(1.655)	(1.061)	(2.266)	6,2%	28,4%
Costi Operativi	(4.160)	(3.695)	(3.696)	(4.139)	(4.148)	(4.215)	(4.241)	(4.251)	(4.298)	0,5%	0,8%
<b>Risultato operativo</b>	<b>(1.160)</b>	<b>(1.780)</b>	<b>(1.816)</b>	<b>(781)</b>	<b>(1.177)</b>	<b>187</b>	<b>(575)</b>	<b>1.327</b>	<b>22</b>	n.s.	n.s.

Voci Stato Patrimoniale (€'000)	2021PC	2022E	2022E	2023E	2023E	2024E	2024E	2025E	2025E	CAGR 21PC-25E Piano	CAGR 21PC-25E Stress test
	Piano	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test	Piano	Stress test		
Crediti verso clientela	52.272	55.537	55.517	75.064	74.987	100.704	100.312	130.531	129.502	25,7%	25,5%
Raccolta diretta	108.495	110.721	110.721	116.861	116.861	121.369	121.369	125.300	125.300	3,7%	3,7%
Rapporto interbancario netto	(11.314)	(10.732)	(10.732)	(10.171)	(10.171)	(22.589)	(22.589)	(35.384)	(36.319)	33,0%	33,9%

15

Nel terzo scenario si contempla il mancato raggiungimento degli obiettivi di raccolta, la contestuale riduzione degli impieghi, riduzione della raccolta diretta del 50% in arco piano e la contestuale riduzione della nuova produzione; le conseguenze sul piano strategico sarebbero le seguenti:

- abbattimento del 50% della nuova raccolta diretta cumulata 22-25 da € 33 milioni nello scenario base a € 16 milioni nello *stress test* e contestuale riduzione della nuova produzione di impieghi;
- Riduzione della crescita del margine di interesse in arco piano ad un CAGR 21-25 del 15,2%, rispetto ad un CAGR 21-25 del 17,4% dello scenario base, per effetto della riduzione degli impieghi (CAGR scenario base pari a 25,7% vs. *CAGR stress test* pari a 22,9%) e della riduzione degli interessi passivi da raccolta.

Per tale scenario, gli effetti sul piano strategico sarebbero i seguenti:

Voci Conto Economico (€'000)	2021PC		2022E		2023E		2024E		2025E		CAGR 21PC-25E Piano	CAGR 21PC-25E Stresstest
	Piano	Piano	Stresstest	Piano	Stresstest	Piano	Stresstest	Piano	Stresstest			
Margini di Interesse	2.085	2.103	2.086	2.342	2.274	3.086	2.914	3.085	3.691	17.4%	15.2%	
Commissioni Nette	1.283	1.405	1.390	1.718	1.615	2.114	1.945	2.510	2.288	18.4%	15.5%	
Margini di Intermediazione	3.834	3.545	3.502	4.216	4.044	5.341	5.000	6.639	6.112	14.7%	12.4%	
Rettifiche/riprese deterioramento crediti	(833)	(825)	(810)	(856)	(824)	(838)	(887)	(1.081)	(891)	6.2%	4.4%	
Costi Operativi	(4.160)	(3.895)	(3.594)	(4.138)	(4.138)	(4.215)	(4.217)	(4.251)	(4.253)	0.5%	0.8%	
Risultato operativo	(4.160)	(1.780)	(1.808)	(784)	(910)	107	(104)	1.327	889	n.a	n.a	

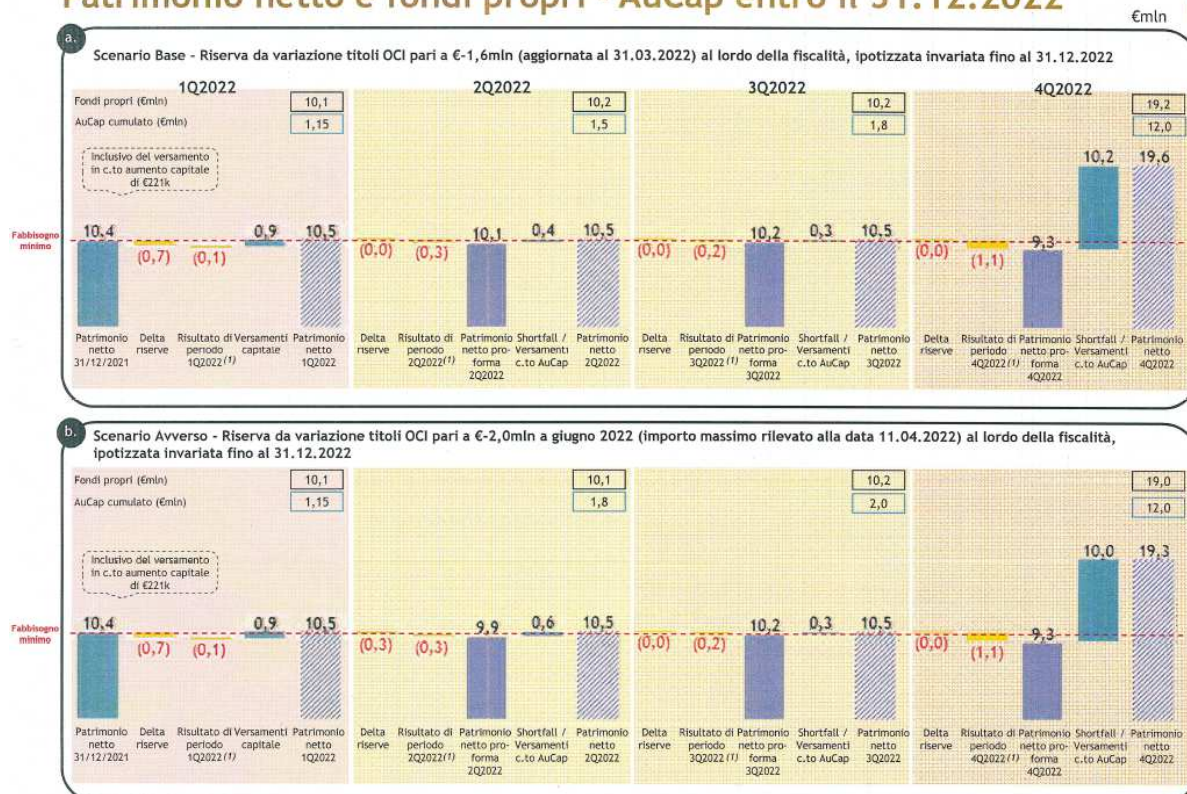
  

Voci Stato Patrimoniale (€'000)	2021PC		2022E		2023E		2024E		2025E		CAGR 21PC-25E Piano	CAGR 21PC-25E Stresstest
	Piano	Piano	Stresstest	Piano	Stresstest	Piano	Stresstest	Piano	Stresstest			
Crediti verso clientela	52.272	55.537	54.127	75.064	70.789	100.704	92.995	130.531	119.108	25.7%	22.9%	
Raccolta diretta	108.485	110.721	109.221	118.891	110.961	121.369	112.989	125.300	114.900	3.7%	1.4%	
Rapporto Interbanco netto	(11.314)	(10.732)	(10.732)	(10.171)	(10.171)	(22.588)	(22.588)	(35.384)	(35.234)	33.0%	32.8%	

Ove si dovessero verificare le più conservative fattispecie sopra menzionate (anche con diverse combinazioni), i valori prospettici convergerebbero verso stime più conservative.

Il citato piano strategico esamina, inoltre, le proiezioni trimestrali del patrimonio netto della Banca per il 2022, sulla base di due scenari:

### Patrimonio netto e fondi propri - AuCap entro il 31.12.2022



Anche nello scenario avverso, sopra riportato, nel 2022 il patrimonio netto della Banca dovrebbe rimanere superiore al fabbisogno minimo ed essere – a fine anno – superiore a € 10 milioni, grazie al prospettato aumento di capitale.

Il patrimonio netto prospettico deve tenere conto del rispetto del cronoprogramma degli investimenti (associato allo *stress test*), considerando anche l’impatto di eventuali slittamenti temporali in un contesto di redditività non ancora positiva.

Per una migliore e più approfondita descrizione dei rischi cui soggiace la Banca e degli *stress test* effettuati, si rimanda al resoconto ICAAP/ILAAP al 31 dicembre 2021, approvato dal C.d.A. del 29 aprile 2022.

## **6. LA *POLICY* IN MATERIA DI DETERMINAZIONE DEL VALORE DELLE AZIONI**

La vigente “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*”, approvata dal C.d.A. del 25 maggio 2021, prevede l’utilizzo dei seguenti metodi di valutazione (§ 2.)<sup>3</sup>:

- 1) *Dividend Discount Model* (DDM);
- 2) *Warranted Equity method* (WEM).

La suddetta *policy* prevede inoltre quanto segue (§ 3.2):

- l’unità di valutazione è rappresentata dalla singola azione ordinaria costituente il capitale sociale della banca;
- la data di riferimento è convenzionalmente fissata nel 31 dicembre di ogni anno;
- la valutazione deve fare riferimento al concetto di valore economico (o valore intrinseco);
- il valore economico deve riflettere la realtà operativa della banca nelle sue condizioni correnti ed è funzione della sua consistenza patrimoniale, della capacità di reddito e delle opportunità di crescita connesse ad azioni manageriali e progetti realizzabili dalla banca nelle sue attuali condizioni;
- le indicazioni di valore economico derivante dall’applicazione del criterio analitico-fondamentale dovranno essere confrontate con i risultati di un criterio sintetico-empirico, basato sull’applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di riferimento.

---

<sup>3</sup> Per maggiori approfondimenti sulla valutazione delle banche, si vedano, in dottrina: MASSARI M., GIANFRATE G., ZANETTI L., (2014), *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value of Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*, Wiley, Hoboken; RUTIGLIANO M. (a cura di), (2018), *La valutazione delle banche*, Egea, Milano.

La *policy* adottata dalla banca risulta coerente con le *best practices* in tema di valutazione di enti creditizi, considerando che la natura di banca popolare (ancorchè oggetto della prospettata trasformazione) non pare destinata ad avere un rilevante impatto sui parametri sensibili per la valutazione, illustrati *infra*<sup>4</sup>.

Per quanto concerne le fonti della valutazione, la *policy* stabilisce quanto segue (§ 3.6): *“l’informazione finanziaria prospettica, che, tenuto conto anche della consistenza patrimoniale, alimenta il modello analitico-fondamentale di valutazione, deve essere estrapolata dall’ultimo Piano Strategico approvato, eventualmente integrato dal più recente Budget approvato. Tali documenti rappresentano compiutamente le migliori e più attuali aspettative del management in merito al futuro andamento della Banca. Nell’ambito del mandato conferitogli, l’Esperto è chiamato ad analizzare i dati prospettici predisposti dalla Banca. (...) Nella sua relazione l’Esperto dovrà esplicitare le analisi svolte sui dati prospettici e le sue considerazioni in merito alla ragionevolezza dei dati e alla coerenza rispetto alle sottostanti ipotesi reddituali”*.

In relazione alle metodologie di valutazione adottate, *“l’esperto dovrà esplicitare le variabili che possono impattare in modo significativo sui risultati della stima. Con riferimento a tali fattori, l’esperto dovrà sviluppare e illustrare le opportune analisi di sensitività”* (§ 3.7).

Nel caso di specie, come meglio si vedrà *infra*, alle due metodologie prospettate si affianca una stima incentrata sul *Price / Book Value* (P/BV), in quanto prima dell’aumento di capitale non si sono ancora compiutamente verificati i presupposti prognostici che supportano alcuni parametri chiave dei metodi proposti dalla *policy* (dividendi attesi, *excess capital*, etc.).

Un’eventuale *sensitivity analysis* sull’impatto del mancato aumento di capitale sul piano strategico, al solo fine (teorico) di sterilizzarne l’impatto, si scontrerebbe con le presumibili difficoltà di mantenimento della continuità aziendale in assenza di ricapitalizzazione.

---

<sup>4</sup> La prospettata trasformazione può peraltro agevolare l’ingresso nel capitale di nuovi soci “ordinari”, incentivati ad effettuare investimenti dall’abbandono del voto capitaro, da cui scaturisce l’emersione di una compiuta valorizzazione (nei termini “ordinari”) dei diritti amministrativi. A fronte della rinuncia al diritto d’opzione dei soci “capitari” preesistenti, emerge l’opportunità di valorizzare economicamente tale rinuncia, nella sede competente (stima ex 2437-ter c.c.).

## 6.1. Il Dividend Discount Model (DDM)

Il DDM trova la sua *ratio* nella circostanza che l'approccio dei flussi di cassa netti dopo le imposte (che residuano tenuto conto del reinvestimento in capitale circolante operativo e in capitale fisso, al netto del servizio del debito) “*mal si presta alla valutazione della banca e da ciò sembra derivare (...) una rivalutazione dei modelli sintetici basati sull'attualizzazione dei dividendi*”<sup>5</sup>.

Come illustrato nella citata “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*” (§ 2.1), “*la determinazione del valore delle azioni ha luogo applicando una metodologia, quella del Dividend Discount Model (DDM), consolidata nella teoria economico-aziendale e nella prassi professionale relativa al settore bancario, qui disciplinata in considerazione dell'esigenza di garantire nel tempo continuità valutativa. La metodologia adottata è orientata a tenere congiuntamente conto, in linea con le previsioni legislative e statutarie in precedenza menzionate, sia della consistenza patrimoniale che delle prospettive reddituali della Banca. (...) Tale metodologia determina il valore economico delle azioni in funzione del flusso di dividendi che si stima possano essere generati in chiave prospettica, potenzialmente distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività*”<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> RUTIGLIANO, *cit.*, p. 155. Si vedano anche: DEEV O., (2011), *Methods of Bank Valuation: A Critical Overview*, in “Financial Assets and Investing”, 3, pp. 34-35; DERMINE J., (2010), *Bank Valuation with an Application to the Implicit Duration of non-Maturing Deposits*, in “International Journal of Banking, Accounting and Finance”, 2, 1.

<sup>6</sup> Secondo MASSARI, GIANFRATE, ZANETTI, *cit.*, p. 105, “*La natura, l'importanza sistemica e la complessità delle operazioni delle banche le rendono organizzazioni uniche. Ciò si riflette nella peculiare struttura finanziaria delle banche, che differisce sostanzialmente da quello delle società non finanziarie. Ci sono almeno tre aspetti delle strutture finanziarie delle banche che hanno un impatto in termini di valutazione. In primo luogo, le banche sono entità altamente indebitate: un rapporto patrimonio netto/attivo totale di appena il 5% rappresenta la norma piuttosto che l'eccezione nel settore. Per le società non finanziarie tale grado di leva finanziaria è raro e sostenibile solo a breve termine (di solito lo è adottato in circostanze straordinarie come le operazioni di leveraged buy-out). In secondo luogo, il core business per le banche è trasformare il denaro raccolto dai clienti (depositi) nel finanziamento di prodotti per altri clienti (impieghi). In un certo senso, il lavoro di una banca è trasformare risorse finanziarie e rischi: quindi il debito è una materia prima piuttosto che una fonte di capitale. Tale caratteristica è sorprendentemente diversa da quella delle società non finanziarie: per loro, le decisioni di finanziamento e di investimento possono essere prese in autonomia. Di conseguenza, il capitale economico è definito in modo più restrittivo per le banche e comprende solo il conferimento in capitale di rischio e il quasi-equity. Infine, il capitale delle banche è fortemente regolamentato da norme di vigilanza nazionali e internazionali. Le banche hanno poca libertà sul capitale (minimo) necessario che deve assorbire il livello ipotizzato di attività rischiose. Questo elemento influenza sia la politica dei dividendi che il ricorso ai mercati dei capitali, e implicitamente determina l'importo del flusso di cassa che può essere distribuito agli azionisti in un dato momento*”.



In formule si ha quanto segue:

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

Dove:

- $W$  = valore del 100% della banca;
- $D_i$  = dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo  $i$ -esimo di pianificazione esplicita;
- $K_e$  = tasso di attualizzazione (costo del capitale proprio);
- $n$  = periodo esplicito di proiezione (anni);
- $TV$  = *terminal value* (valore residuo alla fine del periodo esplicito di pianificazione).

Il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) rappresenta il tasso di rendimento minimo che una società deve offrire ai propri azionisti al fine di remunerare i fondi da questi ricevuti, e in formule corrisponde a<sup>7</sup>:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Dove:

- $r_f$  = *risk free*: rendimento dei titoli privi di rischio (titoli di Stato);
- $\beta$  = coefficiente di rischiosità non diversificabile;
- $(r_m - r_f)$  = *MRP = Market Risk Premium*: premio (extra-rendimento) per il rischio di mercato ( $r_m$ ), rispetto al tasso privo di rischio ( $r_f$ ).

Il valore residuo (*terminal value*), se oggetto di apprezzamento, è il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa funzionante al momento  $n + 1$  (prima del quale i flussi di cassa erano stimati analiticamente). È spesso una componente rilevante del valore globale  $W$  e tende a zero se l'orizzonte temporale della capitalizzazione è infinito ( $TV / \infty = 0$ ).

<sup>7</sup> Secondo il metodo del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*); si veda <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/capm.htm>.



Il *terminal value* (TV) corrisponde in formule a:

$$TV = [D_{n+1} / (i - g)] * (1 + i)^{-(n+1)}$$

Ove:

- $D_{n+1}$  = dividendo sostenibile oltre il periodo di pianificazione esplicita (in genere si utilizza il flusso puntuale relativo all'ultimo anno di previsione esplicita);
- $i$  = tasso di attualizzazione dei flussi;
- $g$  = tasso di crescita atteso nel periodo successivo a quello di pianificazione esplicita;
- $n$  = numero di anni di pianificazione esplicita.

Qualora si decida di optare per un orizzonte di capitalizzazione perpetuo, la formula del valore terminale corrisponde a:

$$TV = [D_{n+1} * (1 + g)] / (i - g)$$

## 6.2. Il *Warranted Equity Method* (WEM)

21

La “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*” prevede l'utilizzo – come criterio di stima alternativo – del *Warranted Equity Method* (§ 2.2), secondo il quale il valore di una banca dipende dai seguenti elementi:

- redditività futura sostenibile nel lungo periodo in rapporto ai mezzi propri;
- tasso di crescita degli utili sostenibile nel lungo termine;
- rendimento richiesto dal mercato per investimenti con un analogo profilo di rischio.

In formule si ha quanto segue:

$$W = K' * \frac{(ROE - g)}{(ke - g)} + EC$$

Dove:

- $W$  = valore del 100% della banca;
- $K'$  = patrimonio netto rettificato (alla data di riferimento della stima);
- $ROE$  = *Return on Equity* (al termine del periodo di proiezione esplicita)<sup>8</sup>;
- $K_e$  = costo del capitale proprio;
- $g$  = tasso di crescita di lungo periodo;
- $EC$  = *Excess Capital* (alla fine del periodo esplicito di pianificazione).

L'*Excess Capital* ricomprende la parte del patrimonio netto che eccede i requisiti minimi di vigilanza (ad esempio, *CET1 ratio*), al termine del periodo esplicito di pianificazione.

### 6.3. Il metodo empirico dei multipli di mercato

Accanto ai metodi sopra descritti, la dottrina e la prassi individuano ulteriori metodi di stima empirici, basati su indicatori e multipli di mercato, che permettono di effettuare la determinazione del valore sulla base dell'osservazione di determinati parametri, rinvenibili in società per lo più quotate presso mercati regolamentati, prese a riferimento per l'intero settore di appartenenza.

Tra i criteri empirici per la valutazione delle banche trova ampia diffusione il metodo del moltiplicatore *Price / Book Value* ( $P/BV$ )<sup>9</sup>, sostanzialmente corrispondente all'indice  $q$  di Tobin, secondo la seguente formula:

$$W = BV_{\text{interno}} * P/BV$$

Dove:

- $W$  = *equity value*;
- $BV_{\text{interno}}$  = valore contabile del patrimonio netto (*book value of equity*) della banca;
- $P/BV$  = moltiplicatore di mercato di banche comparabili.

<sup>8</sup> Cfr. <https://www.borsaitaliana.it/notizie/sotto-la-lente/roe.htm>.

<sup>9</sup> Si veda <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/price-book-value.html>.

Le valutazioni basate sull'applicazione di multipli derivati da quotazioni borsistiche presuppongono l'individuazione di un campione di società comparabili con la società oggetto di valutazione.

La *ratio* dell'indicatore consiste nel confronto tra il *book value* interno della banca e quello esterno di un *panel* di banche comparabili, tale per cui:

$$W = BV_{\text{interno}} * P/BV = \cancel{BV_{\text{interno}}} * P/\cancel{BV} \approx P^*$$

Ove P\* indica il prezzo (valore di mercato del patrimonio netto) stimato e relativo alla banca oggetto di valutazione, ottenuto semplificando la formula sopra riportata.

Nelle valutazioni sintetiche, basate sui multipli empirici di mercato e sulle transazioni comparabili, si rende inoltre necessario applicare uno sconto dimensionale (*size discount*) al multiplo individuato, in considerazione delle circostanze concernenti la non perfetta omogeneità del campione considerato, sia in termini di dimensioni aziendali che di mercato di riferimento<sup>10</sup>.

In tale ambito, trovano altresì applicazione anche gli sconti relativi alla limitata trasferibilità (“*lack of marketability discount*”) delle partecipazioni della società oggetto di stima, qualora non quotata in un mercato azionario (“*illiquidity discount*”)<sup>11</sup>.

È inoltre evidente che una banca popolare non quotata (come la società attualmente oggetto di valutazione) non ha ancora attivato le leve di *governance* che possono consentire un incremento di valore, anche in termini di accresciuta negoziabilità e appetibilità delle sue azioni.

Nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio di Banca d'Italia<sup>12</sup>, nell'illustrazione dei criteri utilizzabili da parte dei fondi nella valutazione delle partecipazioni in società non quotate, l'Autorità di vigilanza, nel riconoscere la possibilità di una rivalutazione delle partecipazioni, precisa che “*per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni*

<sup>10</sup> GUATRI, BINI, *cit.*, pagg. 681-683, fanno - in tal senso - riferimento agli “*aggiustamenti da apportare ai multipli*”. Si veda anche Organismo Italiano di Valutazione (OIV), (2015), *PIV – Principi Italiani di Valutazione*, § III.2.4, pp. 170-171, secondo cui “*l'aspetto dimensionale in genere costituisce un fattore rilevante nel contesto della stima del valore di un'azienda, sia essa quotata o non quotata*”. Evidenze empiriche in merito al *size discount* sono riportate in <http://www.menzies.co.uk/wp-content/uploads/2016/01/27The-Compounding-Effect-of-Size-on-Business-Value27-Rebranded.pdf>.

<sup>11</sup> In generale, sull'esigenza di computare uno sconto di liquidità nei processi valutativi, si rinvia a GUATRI L., UCKMAR V. (a cura di), (2009), *Linee Guida per le valutazioni economiche*, EGEA, Milano, pag. 79.

<sup>12</sup> Banca d'Italia, (2017), *Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio*, Titolo V, paragrafo 2.4.6., in [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/Regolamento\\_Gestione\\_collettiva\\_risparmio\\_1\\_aggiornamento.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/regolamenti/20120508/Regolamento_Gestione_collettiva_risparmio_1_aggiornamento.pdf).

risultanti dall'utilizzo dei metodi sopra descritti [di valutazione] è, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25%"<sup>13</sup>. Tale riferimento viene considerato in via analogica nella presente fattispecie.

## 7. L'ANALISI DEI DATI PROSPETTICI

Come anticipato nel par. 6., la “Policy in materia di determinazione del valore delle azioni” prevede che “nella sua relazione l'Esperto dovrà esplicitare le analisi svolte sui dati prospettici e le sue considerazioni in merito alla ragionevolezza dei dati e alla coerenza rispetto alle sottostanti ipotesi reddituali” (§ 3.6).

I riscontri a tal fine effettuati dal sottoscritto in merito al piano strategico 2022-2025, illustrato in sintesi nel precedente par. 5., hanno riguardato, in particolare:

- l'esame del processo di formazione del piano strategico;
- l'analisi del settore macroeconomico di riferimento e dei *trend* evolutivi attesi;
- l'analisi della ragionevolezza delle ipotesi e degli elementi posti alla base delle previsioni contenute nel piano strategico;
- la verifica della coerenza delle previsioni contenute nel piano con le predette assunzioni e dell'accuratezza dei calcoli matematici effettuati per la determinazione dei dati attesi.

24

\* \* \*

### ***La bozza del bilancio al 31 dicembre 2021***

Il committente ha messo a disposizione del sottoscritto un sintetico bilancio pre-consuntivo dell'esercizio 2021, in quanto non è stata ancora ultimata la bozza completa del predetto bilancio.

In considerazione della natura pluriennale del piano strategico e della preponderante rilevanza che assumeranno gli accadimenti attesi alla fine dello stesso (esercizio 2025), si ritiene che i dati di bilancio dell'ultimo esercizio, quando saranno effettivamente

---

<sup>13</sup> Sulla quantificazione dell'*illiquidity discount*, si veda anche DAMODARAN A., (2005), *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/liquidity.pdf>.

disponibili, possano concorrere a fornire un contributo informativo utile ma non indispensabile ai fini della stima del valore prospettico.

Ciò che maggiormente rileva nella disamina dell'esercizio 2021 e di quelli immediatamente successivi, come meglio descritto nello stesso piano (cui si rimanda), è infatti rappresentato non tanto dal loro (modesto) contributo alla valorizzazione complessiva del patrimonio, quanto dal contributo – indispensabile – al mantenimento prospettico della continuità aziendale, in attesa delle previste *milestones*, connesse agli effetti a medio termine dell'aumento di capitale e al recupero di redditività entro il termine dell'arco temporale indicato nel piano.

### ***Il processo di formazione del piano strategico***

Come riferito dal committente, per la predisposizione del piano strategico, l'ufficio amministrativo, coadiuvato da un primario *advisor*, effettua un'analisi dello scenario, avvalendosi delle previsioni formulate da primari istituti e analizza le quote di mercato della banca, al fine di individuare aree potenziali di sviluppo ed eventuali criticità. Le principali fonti esterne adottate sono: ABI, Prometeia, Associazione Nazionale Banche Popolari, ISTAT e Banca d'Italia.

Viene poi verificato il raggiungimento degli obiettivi previsti dalle precedenti proiezioni e vengono identificate le eventuali cause di scostamento. Vengono, inoltre, analizzati i nuovi scenari macroeconomici, coinvolgendo tutte le unità operative della banca.

A seguito delle suddette analisi, il Direttore Generale, con l'ausilio dell'Ufficio Amministrazione e di un *advisor*, provvede a definire le linee guida delle strategie aziendali da sottoporre al C.d.A., previa individuazione dei progetti di sviluppo commerciale e della redditività, di adeguamento normativo e organizzativo e di gestione del personale.

Successivamente, l'Ufficio Amministrazione, con la collaborazione della funzione di *Risk Management*, dell'Ufficio Finanza e dell'Ufficio Monitoraggio Crediti, nonché del Vicedirettore Generale, provvede a elaborare, coadiuvato da un *advisor*, le ipotesi di conto economico e stato patrimoniale prospettici, corredate dal *funding plan* e dalle strategie di gestione dei crediti deteriorati. In tale contesto, la funzione *Risk Management* provvede a elaborare i profili di rischio attuali e prospettici e alla definizione del RAF della banca.

### ***Il settore di riferimento***

Il sottoscritto ha provveduto ad esaminare studi e ricerche aggiornati, in relazione ai seguenti aspetti del piano strategico:

- proiezioni delle principali variabili macroeconomiche collegate allo sviluppo del piano strategico (PIL, inflazione, Euribor, andamento BTP decennali ...) <sup>14</sup>;
- scenario economico del settore di riferimento e tendenze evolutive (Banca d'Italia, Bollettino Economico I, gennaio 2022) <sup>15</sup>;
- andamento del settore bancario locale e previsioni (Banca d'Italia, Economie Regionali, L'economia della Campania, n. 37, novembre 2021) <sup>16</sup>.

La pandemia tutt'ora in corso e la recente guerra in Ucraina costituiscono fattori di rischio ulteriori, con un impatto non facilmente stimabile sul lungo periodo <sup>17</sup>; come si vedrà meglio *infra*, tali aspetti saranno incorporati nella stima di un congruo tasso di attualizzazione.

### ***Ragionevolezza dei dati e coerenza con le ipotesi***

Le previsioni contenute nel piano strategico 2022-2025 (anche tenuto conto del suo processo di formazione e delle fonti utilizzate a supporto, descritti in precedenza), a supporto dell'evoluzione attesa per la banca, non appaiono palesemente irragionevoli, intrinsecamente illogiche o basate su mere speculazioni. Il piano propone le soluzioni in modo lineare ed è basato su ipotesi evolutive che non sembrano ispirate a scenari né palesemente ottimistici, né eccessivamente pessimistici, ovvero fondati su eventi eccezionali non conoscibili *ex ante*.

Le proiezioni si basano su eventi futuri che nel loro complesso appaiono allo stato attuale ragionevolmente verosimili, sebbene non certi, essendo assoggettati alle consuete ed ineliminabili criticità in termini di valutazione della fattibilità prospettica, descritte anche nello *standard* contabile internazionale ISAE 3400.

---

<sup>14</sup> Prometeia, IMF, Commissione Europea, ISTAT, Oxford Economics, Banca d'Italia, OECD, BCE, Bloomberg.

<sup>15</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/bollettino-economico/2022-1/boleco-1-2022.pdf>.

<sup>16</sup> Cfr. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/economie-regionali/2021/2021-0037/2137-campania.pdf>.

<sup>17</sup> Si veda [https://www.borsaitaliana.it/borsa/notizie/radiocor/economia/dettaglio/fitch-rivede-previsione-pil-mondiale-2022-dal-42-al-35-nRC\\_21032022\\_1633\\_417940851.html?lang=it](https://www.borsaitaliana.it/borsa/notizie/radiocor/economia/dettaglio/fitch-rivede-previsione-pil-mondiale-2022-dal-42-al-35-nRC_21032022_1633_417940851.html?lang=it).



Peraltro, il tasso di attualizzazione dei flussi attesi consente di mitigare in parte i rischi sottesi alle previsioni, come si vedrà meglio nei paragrafi successivi.

L'organo amministrativo della banca dovrà opportunamente monitorare l'evoluzione della gestione, con il precipuo fine di verificare il mantenimento dei presupposti della continuità aziendale che, nell'attuale fase di rilancio, dipendono imprescindibilmente da *milestones* quali il prospettato aumento di capitale di € 12 milioni (cfr. piano strategico, pp. 34-36).

## 8. ASPETTI METODOLOGICI DELLA STIMA

La Banca si trova in una fase di *turnaround*, descritta nel piano strategico, che delinea ipotesi di soluzione delle criticità che si sono accumulate nel tempo. Tra queste, rilevano anzitutto le seguenti:

1. recuperi di marginalità ed efficienza dell'attività di intermediazione bancaria, al fine di pervenire gradualmente al raggiungimento di una redditività positiva;
2. trasformazione della banca da popolare ad azienda di credito "ordinaria";
3. aumento di capitale a pagamento (*post* trasformazione).

27

In estrema sintesi, il sottoscritto ritiene che la trasformazione da banca popolare a banca ordinaria possa avere un impatto sul valore complessivo e tendenziale, che peraltro è da ritenersi limitato e subordinato al mantenimento prospettico della continuità aziendale e del recupero di redditività.

In altri termini, ciò che precipuamente rileva, ai fini della stima non è tanto il modello giuridico e di *governance* (dal voto capitaro al voto proporzionale "*one share – one vote*"), quanto piuttosto il miglioramento dei *drivers* economici, finanziari e patrimoniali alla base della valutazione.

In questo ambito, l'aumento di capitale – così come prospettato nel piano strategico – rappresenta il fondamentale presupposto (*milestone*) per poter garantire la continuità aziendale prospettica e il recupero atteso della marginalità economico/finanziaria, con un impatto anche patrimoniale (sull'*excess capital*, etc.).

In assenza dell'aumento di capitale, il valore della banca tenderebbe a convergere verso ipotesi estremamente conservative, senza escludere la probabilità di doversi approssimare

ad un ipotetico valore di liquidazione (la banca ha eroso parte del suo patrimonio<sup>18</sup> e ha bisogno di risorse monetarie aggiuntive dei soci per poter rimanere in vita e sviluppare le sue strategie).

La questione può essere, ad avviso dello scrivente, affrontata attraverso un'elastica interpretazione della fattispecie, che miri ad individuare (sempre con riferimento alla data del 31 dicembre 2021):

- a) un valore potenziale (ipotetico/prospettico), che consideri il positivo avveramento della condizione sospensiva (buon esito dell'aumento di capitale<sup>19</sup> immediatamente successivo alla trasformazione), da cui dipendono, a cascata, le citate prospettive di incremento della marginalità, rafforzamento patrimoniale, etc. (trattasi del valore che sarà stimato con i criteri del *Dividend Discount Model* e del *Warranted Equity Method*<sup>20</sup>, come richiesto dalla più volte citata “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*”);
- b) un valore di base prudenziale, senza considerare l'impatto del prospettato aumento di capitale; tale valore può essere ricondotto a quello individuabile (c.d. “*quick and dirty*”) con un criterio di stima sintetico-empirico (multiplo P/BV)<sup>21</sup>.

28

La citata *Policy* stabilisce in tal senso che “*il valore economico deve riflettere la realtà operativa della banca nelle sue condizioni correnti ed è funzione della sua consistenza patrimoniale, della capacità di reddito e delle opportunità di crescita connesse ad azioni manageriali e progetti realizzabili dalla banca nelle sue attuali condizioni*” (§ 3.2.); inoltre, “*l'informazione finanziaria prospettica, che, tenuto conto anche della consistenza patrimoniale, alimenta il modello analitico-fondamentale di valutazione, deve essere estrapolata dall'ultimo Piano Strategico approvato, eventualmente integrato dal più recente Budget approvato. Tali documenti rappresentano compiutamente le migliori e più attuali aspettative del management in merito al futuro andamento della Banca*” (§ 3.6).

In tal senso, la comunicazione CONSOB prot. n. 0412078/22 del 31 marzo 2022 ha richiesto alla Banca

---

<sup>18</sup> Il patrimonio netto è al 31 dicembre 2021 è inferiore al capitale sociale.

<sup>19</sup> Che dipende anche dalle preventive autorizzazioni degli Organi di Vigilanza a livello nazionale (Banca d'Italia) e internazionale (BCE), per quanto di rispettiva competenza.

<sup>20</sup> Si vedano i paragrafi 9.1. e 9.2. *infra*.

<sup>21</sup> Si veda il successivo par. 9.3.

“di fornire agli azionisti, in vista dell’assemblea di approvazione del bilancio al 31 dicembre 2021, una compiuta rappresentazione:

- i) dei fattori di rischio e di incertezza che possono far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale;
- ii) delle azioni di rimedio poste in essere, incluse eventuali aggregazioni e/o partnership con altri intermediari di adeguato standing, per mitigare gli effetti di tali fattori;
- iii) dei giudizi formulati per giungere alla conclusione circa l’utilizzo del presupposto del going concern;
- iv) delle eventuali incertezze materiali residue”.

Sul punto, il resoconto ICAAP/ILAAP al 31 dicembre 2021, approvato dal C.d.A. del 29 aprile 2022, osserva quanto segue [p. 7]:

- “il profilo patrimoniale della Banca risulta adeguato, in chiave attuale, in situazione di normalità e negli scenari di stress simulati;
- il profilo patrimoniale della Banca, in chiave prospettica, in situazione di normalità e negli scenari di stress simulati risulta adeguato esclusivamente a seguito del compimento del previsto rafforzamento patrimoniale come previsto da cronoprogramma e così come definito nell’accordo sottoscritto con gli investitori. Tale rafforzamento patrimoniale risulta indispensabile a garantire l’adeguatezza patrimoniale, in particolare rispetto ai requisiti minimi di vigilanza, nonché per sostenere l’avvio del circuito reddituale virtuoso così come previsto nel piano strategico 2022-2025 anche nelle previste ipotesi di stress;
- nell’ambito di tale accordo il rafforzamento patrimoniale è stato garantito a seguito della disponibilità degli investitori a versare in conto futuro aumento di capitale un ammontare pari a euro 1MLN (I° bridge dicembre 2021) e euro 0,3MLN (II° bridge febbraio 2022). Ad oggi si sono già infatti manifestati interventi con tre versamenti (221k, 778k, 150k – dicembre 2021, febbraio e marzo 2022) per un totale complessivamente versato in conto futuro aumento di capitale di 1,15MLN;
- a valle degli scenari economico-patrimoniali elaborati, considerato l’impatto sui fondi propri per effetto dell’aumento della riserva negativa di valutazione dei titoli,

si è raccolta una ulteriore disponibilità degli investitori a sottoscrivere un III° Bridge quantificato in euro 0,7MLN (per cumulativi versamenti in conto futuro aumento di capitale fino a un totale di 2MLN);

- resta inteso che la verifica di eventuale fabbisogno patrimoniale sarà effettuata periodicamente con cadenza mensile anche in relazione alla verifica del rispetto delle date previste dal cronoprogramma indicato nel piano industriale 2022-2025 e, ove necessario, sarà richiesto agli investitori disponibilità per ulteriore bridge (...)

## 9. LA STIMA DEL PRESUMIBILE VALORE DI MERCATO DELLE AZIONI

Verrà qui di seguito effettuata la stima del presumibile valore di mercato delle azioni di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a., riferita alla data del 31 dicembre 2021, attraverso il metodo del *Dividend Discount Model* - DDM (par. 9.1.) e il *Warranted Equity Method* - WEM (par. 9.2.), così come individuati dalla citata “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*”, oltre a una *sensitivity analysis* riferita ai suindicati criteri.

Il par. 9.3. contiene invece, come richiesto, un confronto dei risultati ottenuti (con i sopra elencati metodi) con un criterio sintetico-empirico (*Price/Book Value*).

Le premesse metodologiche illustrate nel par. 8. consentono di dedurre che gli effetti dell’aumento di capitale, ancorché riferibili all’operato dei nuovi soci, possono in parte riverberarsi anche sulla valutazione.

D’altro canto, ove tali effetti non dovessero ipoteticamente verificarsi (pur essendo l’aumento di capitale contrattualmente vincolante, ancorché soggetto all’autorizzazione delle competenti autorità), le stime con il *Dividend Discount Model* o il *Warranted Equity Method* non potrebbero, in astratto, ricomprendere i benefici prospettici di tale aumento di capitale (futuri dividendi o *excess capital*, resi possibili dalla nuova patrimonializzazione). Ciò si concretizzerebbe in una valorizzazione della banca assai più conservativa e con prospettive negative, anche in termini di sussistenza prognostica della continuità aziendale.

### 9.1. Il Dividend Discount Model

Come già riportato, la “Policy in materia di determinazione del valore delle azioni” (§ 2.1) indica, come criterio principale di stima, il *Dividend Discount Model* (DDM), illustrato nel precedente par. 6.1. e che in formule prevede quanto segue:

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

Per la stima dei dividendi attesi ( $D_i$ ) è stato considerato il risultato netto del periodo 2022-2025 (se positivo), desunto dal piano strategico della banca, ipotizzando un *payout* del 70% (valore minimo) e dell’80% (valore massimo):

<b>Dividendi</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Risultato netto	-€ 1.846.900	-€ 811.000	€ 100.900	€ 866.900
Payout ratio (min.)	70%	70%	70%	70%
<b>Dividendi distribuibili</b>			<b>€ 70.630</b>	<b>€ 606.830</b>

<b>Dividendi</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
Risultato netto	-€ 1.846.900	-€ 811.000	€ 100.900	€ 866.900
Payout ratio (max)	80%	80%	80%	80%
<b>Dividendi distribuibili</b>			<b>€ 80.720</b>	<b>€ 693.520</b>

Per la stima del costo del capitale proprio ( $K_e$ ), pari all’8,56%, è stato utilizzato un beta pari a 0,92 [fonte: dati Bloomberg], un *market risk premium* (MRP) del 6,00%<sup>22</sup> e un tasso privo di rischio ( $r_f$ ) pari al 3,06%, così come desumibile dall’asta del 12-13 maggio 2022 di BTP a 30 anni<sup>23</sup> (coerente con l’utilizzo di un *terminal value*):

<sup>22</sup> Si veda FERNANDEZ P., BANULS S., FERNANDEZ ACIN P., (2021). *Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 88 countries in 2021*, IESE Business School Working Paper, in [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3861152#](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3861152#).

<sup>23</sup>

[https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/risultati\\_aste/risultati\\_aste\\_btp\\_30\\_anni/BTP-30-Anni-vita-residua-26-anni-Risultati-Asta-del-12-13.05.2022.pdf](https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/risultati_aste/risultati_aste_btp_30_anni/BTP-30-Anni-vita-residua-26-anni-Risultati-Asta-del-12-13.05.2022.pdf).

<b>Ke</b>	
β	0,92
Tasso risk free	3,06%
Market risk premium	6,00%
<b>Ke</b>	<b>8,56%</b>

Secondo autorevole dottrina, se la valutazione riguarda un'impresa e l'orizzonte di riferimento è illimitato, “*sul piano pratico (...) in genere si raccomanda di utilizzare i rendimenti alla scadenza dei titoli a lungo termine (10 anni o più)*”<sup>24</sup>.

Il beta (β) è stato stimato come media (delle rilevazioni giornaliere del 2021, desumibile dalla banca dati Bloomberg) dei valori dei seguenti comparabili:

Comparabili (2021)	Beta
BPER BANCA	1,23
CREDITO EMILIANO	0,59
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	1,04
CREDITO VALTELLINESE	1,00
BANCO BPM	1,21
BANCO DESIO	0,42
<b>Media (2021)</b>	<b>0,92</b>

32

Nel *panel* delle società, non si considerano banche di grandi dimensioni (Intesa e Unicredit), sia per quanto concerne il P/BV, sia con riferimento al coefficiente beta (β).

Il *terminal value* (TV) con capitalizzazione perpetua corrisponde in formule a:

$$TV = F_m * (1 + g) / (i - g)$$

Applicando la formula sopra riportata, il *terminal value* è stato stimato moltiplicando l'ultimo dividendo atteso (per entrambe le ipotesi in precedenza prospettate di *payout*), relativo alla previsione esplicita (2025), per un tasso di crescita (1+g), ipotizzato pari al 3,8% (g), in linea con l'ultima indagine di Banca d'Italia sulle aspettative di inflazione a 3-

<sup>24</sup> Così MASSARI M., (1998), *Finanza Aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill, Milano, p. 301. Secondo OIV, cit., § I.20.2, p. 72, “*l'approccio semplificato del tasso costante è quello tipicamente usato nelle valutazioni d'impresa. Se il cash flow stream da attualizzare è di tipo “perpetuo”, il tasso da applicare sarà quello relativo alla più lontana tra le scadenze significative disponibili*”.



5 anni<sup>25</sup>, poi diviso per il quoziente (i-g), ove (i) corrisponde al costo del capitale proprio (K<sub>e</sub>) stimato in precedenza.

Nel dettaglio:

<b>Terminal value (min)</b>	
€ 629.890	Div. 2025 * (1+g)
20,99902371	1/(K <sub>e</sub> - g)
€ 13.227.065	TV (min)

<b>Terminal value (max)</b>	
€ 719.874	Div. 2025 * (1+g)
20,99902371	1/(K <sub>e</sub> - g)
€ 15.116.646	TV (max)

Non è stato invece considerato nella stima alcun *Excess Capital*, tenuto conto che, alla data del 31 dicembre 2021, il patrimonio netto della banca (€ 10.358.500) risulta inferiore al capitale sociale (€ 13.068.888).

Considerando i parametri precedentemente riportati, con il metodo principale (DDM) si ottengono dunque i seguenti valori (minimo e massimo) per azione:

	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>Terminal Value</b>
anno	0	1	2	3	4
Dividendi attesi	€ -	€ -	€ 70.630	€ 606.830	€ 13.227.065
Fattore di sconto	1	0,921131554	0,84848334	0,781564778	0,719923979
Dividendi scontati	€ -	€ -	€ 59.928	€ 474.277	€ 9.522.482
<b>= Equity value 100%</b>	<b>€ 10.056.687</b>				
n. azioni	498.879				
<b>Valore per azione (min)</b>	<b>€ 20,16</b>				

	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>Terminal Value</b>
anno	0	1	2	3	4
Dividendi attesi	€ -	€ -	€ 80.720	€ 693.520	€ 15.116.646
Fattore di sconto	1	0,921131554	0,84848334	0,781564778	0,719923979
Dividendi scontati	€ -	€ -	€ 68.490	€ 542.031	€ 10.882.836
<b>= Equity value 100%</b>	<b>€ 11.493.356</b>				
n. azioni	498.879				
<b>Valore per azione (max)</b>	<b>€ 23,04</b>				

<sup>25</sup> Cfr. i dati sul 1° trimestre 2022, pubblicati il 7 aprile 2022, in [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2022-indagine-inflazione/03/Statistiche\\_iai\\_2022Q1.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2022-indagine-inflazione/03/Statistiche_iai_2022Q1.pdf).

In entrambi i casi sopra riportati, il *terminal value* rappresenta circa il 94% dell'*equity value*, tendenzialmente in linea con i risultati attesi del piano strategico e con il limitato orizzonte temporale di previsione esplicita (4 anni).

Come richiesto dalla “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*” (§ 3.7), è stata anche svolta una *sensitivity analysis* (per entrambi gli scenari prospettati), che ha riguardato un *range* di valori da + 2% e sino a - 2% rispetto al *base case* (con singoli *step* dell’1%), con riferimento al tasso di attualizzazione ( $K_e$ ), e ha fornito le seguenti risultanze per azione (con dati in unità di euro):

Sensitivity DDM ( $K_e$ )	-2%	-1%	Ipotesi base	+1%	+2%
Valore minimo	€ 36,58	€ 26,17	€ 20,16	€ 16,25	€ 13,51
Valore massimo	€ 41,81	€ 29,91	€ 23,04	€ 18,57	€ 15,44

In sintesi, si ritiene pertanto che, alla data del 31 dicembre 2021, con il *Dividend Discount Model (DDM)*, il presumibile valore di mercato delle azioni di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. sia stimabile in un *range* ricompreso fra € 20,16 (valore minimo) ed € 23,04 (valore massimo) per azione.

34

## 9.2. Il Warranted Equity Method

Come già illustrato, la “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*” (§ 2.2) indica, come criterio alternativa di stima, il *Warranted Equity Method (WEM)*, illustrato nel precedente par. 6.2. e che in formule prevede quanto segue:

$$W = K' * \frac{(ROE - g)}{(ke - g)} + EC$$

Come parametro  $K'$  viene utilizzato il patrimonio netto contabile di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. al 31 dicembre 2021, che ammonta a € 10.358.500, come emerge dal piano strategico<sup>26</sup>.

Il ROE (*Return on Equity*) è stato invece calcolato con riferimento all’ultimo anno della proiezione esplicita (2025), secondo la seguente formula:

<sup>26</sup> Si veda il par. 5.

$$\text{ROE} = \text{risultato 2025} / \text{p. netto 31/12/2025} = \text{€ } 866.900 / \text{€ } 20.837.800 = 4,16\%$$

Come costo del capitale proprio ( $K_e$ ) e tasso di crescita ( $g$ ) sono stati invece considerati i medesimi parametri già individuati nel precedente par. 9.1., rispettivamente pari all'8,56% e al 3,80%.

Per quanto concerne la stima dell'*Excess Capital* (EC), è stato considerato il patrimonio netto contabile della banca al 31 dicembre 2025 (ultimo anno di previsione esplicita), ipotizzando una percentuale di extra-capitale del 45% (valore minimo) ovvero del 50% (valore massimo), tenuto conto dei parametri prudenziali ipotizzati a tale data nel piano strategico<sup>27</sup>; i valori così ottenuti sono stati infine attualizzati al costo del capitale proprio ( $K_e$ ) all'anno n+1:

<u>Excess Capital (min)</u>	<u>2025+1</u>
anno	4
Excess capital (min)	€ 9.377.010
Fattore di sconto	0,719923979
<b>E.C. scontato (min)</b>	<b>€ 6.750.734</b>

<u>Excess Capital (max)</u>	<u>2025+1</u>
anno	4
Excess capital (max)	€ 10.418.900
Fattore di sconto	0,719923979
<b>E.C. scontato (max)</b>	<b>€ 7.500.816</b>

35

Considerando i parametri precedentemente riportati, con il criterio alternativo (WEM) si ottengono dunque i seguenti valori (minimo e massimo) per azione:

K'	€ 10.358.500
ROE	4,16%
g	2,80%
$K_e$	8,56%
Excess Capital (min)	€ 6.750.734
<b>= Equity value 100 %</b>	<b>€ 9.195.999</b>
n. azioni	498.879
<b>Valore per azione (min)</b>	<b>€ 18,43</b>

<sup>27</sup> CET1 ratio del 20%, a fronte di un valore target del 10,85%.

K'	€	10.358.500
ROE		4,16%
g		2,80%
Ke		8,56%
Excess Capital (max)	€	7.500.816
<b>= Equity value 100 %</b>	<b>€</b>	<b>9.946.080</b>
n. azioni		498.879
<b>Valore per azione (max)</b>	<b>€</b>	<b>19,94</b>

Come richiesto dalla “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*” (§ 3.7), è stata anche svolta una *sensitivity analysis* (per entrambi gli scenari prospettati), che ha riguardato un *range* di valori da + 2% e sino a - 2% rispetto al *base case* (con singoli *step* dell’1%), con riferimento al tasso di crescita (g), e ha fornito le seguenti risultanze per azione (con dati in unità di euro):

Sensitivity WEM (tasso g)	-2%	-1%	Ipotesi base	+1%	+2%
Valore minimo	€ 21,02	€ 19,28	€ 18,43	€ 13,60	€ 8,50
Valore massimo	€ 24,02	€ 22,28	€ 19,94	€ 16,61	€ 11,50

36

Si noti che, considerata la formula del criterio di stima alternativo (WEM), ad un aumento del tasso di crescita (g) corrisponde una riduzione del valore per azione; per contro, a fronte di una riduzione del tasso di crescita (g), corrisponde un aumento del valore per azione; la volatilità del tasso di crescita (g) influenza invece inversamente il metodo principale di stima (DDM).

In sintesi, si ritiene pertanto che, alla data del 31 dicembre 2021, con il criterio alternativo *Warranted Equity Method (WEM)*, il presumibile valore di mercato delle azioni di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. sia stimabile in un *range* ricompreso fra € 18,43 (valore minimo) ed € 19,94 (valore massimo) per azione.

### 9.3. Il confronto con il metodo dei multipli *Price/Book Value*

Come anticipato, la citata *policy* prevede quanto segue (§ 3.2): “*a completamento del quadro informativo, le indicazioni di valore economico derivanti dall’applicazione del criterio analitico-fondamentale dovranno essere confrontate con i risultati di un criterio sintetico-empirico, basato sull’applicazione di moltiplicatori osservati nel settore di*

riferimento. I risultati di tale criterio sintetico-empirico dovranno essere considerati con mera finalità di confronto e alla luce del loro livello di significatività, in funzione della effettiva comparabilità della Banca con le società osservate ai fini della rilevazione dei moltiplicatori”.

Il metodo del multiplo P/BV, frequentemente utilizzato in ambito bancario, in formule prevede quanto segue:

$$W = BV_{\text{interno}} * P/BV$$

Dove:

- W = valore di mercato della banca (100%);
- $BV_{\text{interno}}$  = valore contabile del patrimonio netto (*book value of equity*) della banca;
- P/BV = moltiplicatore di mercato di banche comparabili.

Come parametro (p) si utilizza il patrimonio netto contabile della banca alla data di riferimento della stima.

Riprendendo il *panel* di potenziali *comparables* già utilizzato nel precedente par. 9.1., emergono i seguenti multipli P/BV, con una media (riferita alle rilevazioni giornaliere del 2021) pari a 0,44<sup>28</sup>:

Comparabili (2021)	P/BV
BPER BANCA	0,40
CREDITO EMILIANO	0,56
BANCA POPOLARE DI SONDRIO	0,49
CREDITO VALTELLINESE	0,48
BANCO BPM	0,30
BANCO DESIO	0,39
<b>Media (2021)</b>	<b>0,44</b>

Si tratta di un indicatore che esprime una valorizzazione puntuale e media sotto la pari: il prezzo di borsa è, infatti, inferiore (di oltre la metà) rispetto al corrispondente patrimonio netto contabile. La circostanza non è, di per sé, strana per le banche<sup>29</sup>.

<sup>28</sup> Fonte: dati Bloomberg.

<sup>29</sup> *Bank stocks are notorious for trading at prices below book value per share, even when a bank's revenue and earnings are on the rise. Bank stocks tend to trade at prices below their book value per share as the*

A tale media, si ritiene congruo applicare sia uno sconto dimensionale (che tenga in considerazione la non perfetta omogeneità del campione considerato, in termini di dimensioni aziendali) sia uno sconto di illiquidità (che tenga conto del fatto che la banca non è quotata), al fine di pervenire ad un multiplo *adjusted*.

Nel dettaglio, applicando uno sconto dimensionale del 10% e uno sconto di illiquidità del 15% (con uno sconto complessivo del 25%)<sup>30</sup>, si ottiene un multiplo *adjusted* pari a 0,31, come evidenziato di seguito:

<b>MULTIPLO (P/BV)</b>	<b>2021</b>
<i>Medio panel banche italiane</i>	<i>0,44</i>
Size discount	10%
Illiquidity discount	15%
Sconto totale	25%
<b>Multiplo adjusted (min)</b>	<b>0,33</b>

Come già indicato in precedenza, il patrimonio netto di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. al 31 dicembre 2021 ammonta a € 10.358.500.

Sulla base dei parametri sopra riportati, si ottiene dunque quanto segue (valore minimo):

P. netto al 31/12/2021	€	10.358.500
* Multiple adjusted [P/BV] min		0,33
= Equity value 100%	€	<b>3.394.097</b>
n. azioni		498.879
<b>Valore per azione (min)</b>	€	<b>6,80</b>

38

L'*equity value* (100%) è ottenuto moltiplicando il patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2021 per il multiplo *adjusted*.

Trattasi di un valore comparativo (stima del *fair value*), che differisce, per le assorbenti motivazioni sopra richiamate, dalla configurazione adottata nei metodi di stima indicati dalla “*Policy in materia di determinazione del valore delle azioni*” (valore intrinseco).

A differenza del valore intrinseco, infatti, il *fair value* considera sole le proiezioni di breve periodo e non tiene in considerazione il piano strategico della banca (e, dunque, la prospettata trasformazione in banca ordinaria e il successivo aumento di capitale).

*prices take into consideration the increased risks from a bank's trading activities.*  
(<https://www.investopedia.com/articles/investing/051316/book-value-share-banks-it-good-measure-jpm-bac.asp>).

<sup>30</sup> Si veda il par. 6.3.



Il valore intrinseco è normalmente il riferimento di investitori con un orizzonte di investimento di lungo termine. I prezzi di borsa e i *target price* degli analisti incorporano invece risultati reddituali attesi di breve periodo.

Inoltre, vi è un diverso apprezzamento (da parte degli analisti) di alcune variabili fondamentali (crescita attesa, rischio del settore bancario, qualità degli attivi e liquidità dei titoli).

Si ritiene, in ogni caso, opportuno rimettere al consiglio di amministrazione le più idonee riflessioni al riguardo.

Si riportano di seguito i moltiplicatori medi P/BV delle banche europee<sup>31</sup> e mondiali, riferiti al 31 dicembre 2021 e al 31 dicembre 2020, che risultano superiori rispetto a quelli riportati in precedenza:

P/BV medio banche		
Data	Europa	Mondo
31/12/2020	0,5690	0,8646
31/12/2021	0,7103	1,0755
Fonte: dati Bloomberg		

Il *price/Book value* (P/BV) dell'indice delle banche europee (MSCI Europe Banks Index, fonte Bloomberg) riportato nella figura seguente evidenzia chiaramente valori complessivi pari a circa 2x fino al 2007 (prima della crisi innescata con il *default* di Lehman Brothers nel settembre 2008), con un successivo crollo e una timida ripresa, che peraltro si attesta anche attualmente (fine marzo 2022) su valori di 0,68, a sconto rispetto alla “parità”.

<sup>31</sup> *The market valuations of euro area banks have remained low since the global financial crisis, lagging behind those of many international peers. Price-to-book (P/B) ratios offer a yardstick of bank franchise value, where a P/B ratio greater than one suggests that a bank can generate market value commensurate to the value of its tangible assets. In this way, a P/B ratio lower than unity suggests investor concern about shareholder value and manifests itself in a higher cost of capital should the bank opt to issue additional equity. (...) P/B ratios of euro area banks have remained below one for over eight years now. Prior to the global financial crisis, the long-term weighted average of the P/B ratios of euro area and US banks stood at around 2 and 2.4, respectively.* ([https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2019/pdf/ecb~a18359e8d9.fsrbox201905\\_05.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/focus/2019/pdf/ecb~a18359e8d9.fsrbox201905_05.pdf)).



L'indice delle banche americane nello stesso periodo (MSCI US Banks Index, sempre fonte Bloomberg), evidenzia una tendenza che si attesta su basi complessivamente ben più elevate; il P/BV a fine marzo 2022 è pari a 1,3x (circa il 50% in più).



In via alternativa rispetto al valore “minimo” sopra evidenziato, si può individuare un valore “massimo” ancorato al P/BV del *panel* di banche mondiali, corrispondente, nella media del 2021, a 1,0755x (e, prudenzialmente, inferiore al dato a fine marzo 2022, temporalmente sfasato).

Tale scelta metodologica è supportata dalla circostanza che il valore potenziale/tendenziale del *panel* di banche italiane (oggi molto penalizzate rispetto alle altre banche europee e mondiali) tenderà a convergere verso parametri condivisi, anche per effetto della globalizzazione dei mercati creditizi e finanziari. Di tale tendenza potrebbe beneficiare, sempre in un'ottica tendenziale, anche la Banca Popolare del Mediterraneo.

Il valore “massimo” ancorato al *Price/Book Value* è così sintetizzabile:

MULTIPLO (P/BV)	<u>31/12/2021</u>
<i>Medio globale</i>	<i>1,08</i>
Size discount	10%
Illiquidity discount	15%
Sconto totale	25%
<b>Multiplo adjusted (max)</b>	<b>0,81</b>

Da cui discende che:

P. netto al 31/12/2021	€	10.358.500
* Multiplo adjusted [P/BV] max		0,81
<b>= Equity value 100%</b>	<b>€</b>	<b>8.355.425</b>
n. azioni		498.879
<b>Valore per azione (max)</b>	<b>€</b>	<b>16,75</b>

In sintesi, si ritiene pertanto che, alla data del 31 dicembre 2021, attraverso un criterio sintetico empirico, il fair value (valore prudenziale, a titolo di mera finalità di confronto) delle azioni di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. sia stimabile in un valore minimo € 6,80 per azione e in un valore massimo di € 16,75 per azione.

41

## 10. CONCLUSIONI

In conclusione, sulla base di quanto sopra riportato, della documentazione fornita ed esaminata, dei riscontri effettuati dal sottoscritto e di quanto a sua conoscenza, e tenuto conto dell'oggetto e della natura dell'incarico, nonché del contesto di riferimento, si ritiene che, alla data del 31 dicembre 2021, il presumibile valore per azione di Banca Popolare del Mediterraneo S.c.p.a. sia stimabile in base alle risultanze contenute nella seguente tabella:

<u>Metodo</u>	<u>Valore minimo</u>	<u>Valore massimo</u>	<i>Media</i>
DDM - Dividend Discount Model	€ 20,16	€ 23,04	€ 21,60
WEM - Warranted Equity Method	€ 18,43	€ 19,94	€ 19,19
<b>Media</b>	<b>€ 19,30</b>	<b>€ 21,49</b>	<b>€ 20,39</b>

Il valore medio tra i due metodi sopra illustrati corrisponde pertanto a € 20,39 per azione.

Tenendo conto (a meri fini comparativi) del patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2021, rapportato al numero complessivo di azioni, il *book value* per azione (valore contabile del patrimonio netto) è il seguente:

n. azioni		498.879
capitale sociale al 31/12/2021	€	13.068.888
valore nominale azioni	€	26,20
p. netto al 31/12/2021	€	10.358.500
p.netto / n. azioni	€	20,76

Si rammenta che tale valore contabile è riportato solo a livello indicativo, non essendo richiamato nella *policy*.

In via alternativa / complementare, si può fare utilmente riferimento anche al *fair value*.

Si evidenzia che la presente *fairness opinion* si basa esclusivamente su quanto prospettato al sottoscritto dal committente (piano strategico 2022-2025); qualora dovessero emergere nuove informazioni non note allo scrivente ovvero gli scenari di riferimento dovessero mutare, le considerazioni qui svolte andrebbero conseguentemente riviste.

In particolare, la società potrà opportunamente aggiornare le previsioni del piano, soprattutto in occasione del verificarsi di *milestones* idonee a rendere le prospettazioni ancora più realistiche e verosimili, se del caso anche attraverso analisi di sensibilità e di scenario con riferimento a diverse ipotesi probabilistiche.

Come evidenziato nel par. 4. della citata *policy*, la presente stima andrà confrontata con la precedente valutazione, analizzandone gli ambiti di scostamento.

Milano, 25 maggio 2022

In fede

prof. dott. Roberto Moro Visconti

