

Fusione di Banca Caripe S.p.A. in Banca Popolare di Bari S.c.p.A.

Valutazione ai sensi dell'articolo 2437-ter del Codice Civile ai fini della stima del valore di liquidazione delle azioni di Banca Caripe S.p.A. in caso di esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti

18 maggio 2016



Indice

Premessa	4
Banca Caripe	9
Valore di Liquidazione	13
Conclusioni	21

Premessa

Premessa

Finalità e oggetto dell'incarico

- Il Gruppo Banca Popolare di Bari S.c.p.A. (Gruppo) nell'ambito del Progetto Banca Unica finalizzato alla realizzazione e semplificazione della struttura operativa e dell'articolazione societaria del Gruppo, intende procedere ad un'operazione di aggregazione societaria che prevede la fusione per incorporazione di Banca Tercas S.p.A. (Banca Tercas) e Banca Caripe S.p.A. (Banca Caripe o Caripe o Banca) in Banca Popolare di Bari S.c.p.A. (BP Bari o Capogruppo).
- La prospettata operazione di fusione di Caripe in BP Bari (Fusione) è subordinata al perfezionamento della cessione a favore della Capogruppo della partecipazione in Caripe detenuta da Banca Tercas, controllata al 100% da BP Bari, pari al 99,9864% del capitale sociale (Cessione).
- In data 24 febbraio 2016 e 7 marzo 2016 i Consigli di Amministrazione, rispettivamente, di BP Bari e di Banca Caripe hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Caripe nella Capogruppo.
- Prima di procedere alla Fusione, agli azionisti di Banca Caripe che non concorreranno all'assunzione della delibera di approvazione del progetto di fusione spetterà il diritto di recesso dalla società ai sensi dell'articolo 2437 e seguenti del Codice Civile, in quanto la Fusione comporta la trasformazione eterogenea di Caripe da "società per azioni" a "società cooperativa per azioni", nonché la modificazione dei diritti di voto e di partecipazione.
- Banca Caripe ha richiesto a Deloitte Financial Advisory S.r.l. (Deloitte) di assistere il Consiglio di Amministrazione della Banca nella stima del valore di liquidazione delle azioni di Caripe secondo quanto previsto dall'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile (Valore di Liquidazione).
- Destinatario del presente Report è il Consiglio di Amministrazione di Caripe. Il Report quindi non potrà essere divulgato, in tutto o in parte, a terze parti, fatta eccezione per la Capogruppo, o utilizzato per finalità diverse da quelle indicate nello stesso. Qualsiasi altro uso del Report, o di parte di esso, dovrà essere preventivamente concordato e autorizzato per iscritto da Deloitte. Resta inteso che Deloitte non risponderà di eventuali danni che i soggetti che avranno accesso al Report o altri soggetti potranno subire in caso di uso improprio dello stesso.

Premessa

Assunzioni e limiti dell'incarico (1/2)

- L'incarico è stato svolto tenendo conto delle assunzioni e dei limiti di seguito indicati.
 - Nel corso della nostra analisi e nella predisposizione del Report, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili e non abbiamo proceduto ad alcuna revisione o attività di due diligence delle informazioni ricevute. Abbiamo anche assunto che le stesse informazioni siano state predisposte in buona fede e su basi che riflettono le convinzioni e le previsioni della Direzione di BP Bari e di Banca Caripe.
 - L'incarico eseguito non ha contemplato lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di passività potenziali, di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere.
 - Il Report è basato su dati economici, patrimoniali, di mercato e su altre informazioni, scritte o verbali, rese a noi disponibili fino alla data del 18 maggio 2016. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nel Report. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nel Report.
 - Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né nessuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nel Report o ricevute dalla Direzione di BP Bari e di Caripe viene resa da parte di Deloitte e nulla di quanto contenuto nel Report è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale di Caripe.
 - I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali trasmessi dalla Direzione di BP Bari, per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche e a fenomeni esogeni all'azienda, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno.

Premessa

Assunzioni e limiti dell'incarico (2/2)

Nella fattispecie la situazione d'incertezza sui tempi e la forza della ripresa dell'economia sta generando impatti significativi sullo scenario macroeconomico. Considerato che le analisi sviluppate ai fini del nostro lavoro sono fondate sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato, non si può escludere che il perdurare di tale situazione e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sui risultati esposti nel Report.

- La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2015.
- Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati anche dati relativi a quotazioni di borsa che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze dei mercati.
- Le tabelle incluse nel Report possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenze di tali arrotondamenti.

Premessa

Documentazione utilizzata

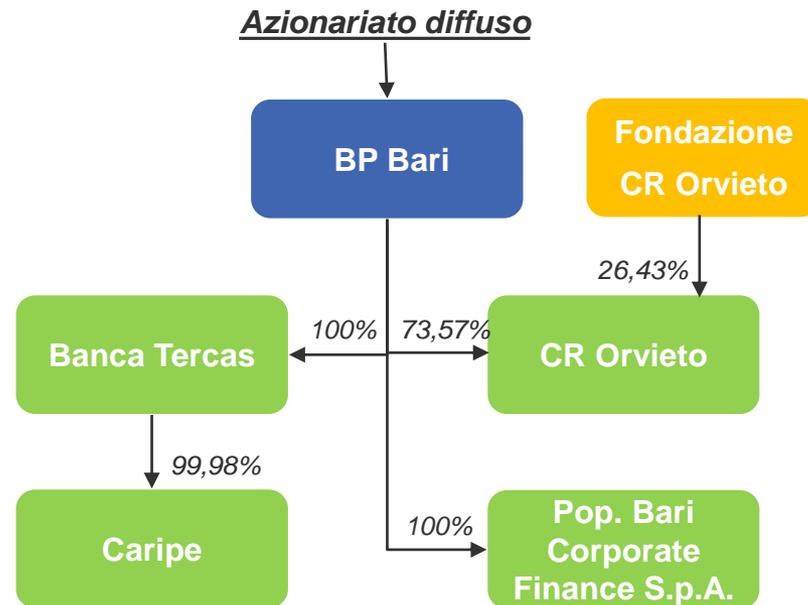
- Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo utilizzato i documenti ottenuti da BP Bari e Banca Caripe di seguito riportati.
 - Progetto di Fusione.
 - Bilancio e relazione sulla gestione al 31 dicembre 2015 di Banca Caripe.
 - Piano Industriale 2016-2020 del Gruppo BP Bari predisposto dalla Direzione della Banca approvato dal Consiglio di Amministrazione di BP Bari in data 24 febbraio 2016 (Piano Industriale 2016-2020 o Piano).
 - Evoluzione economico-finanziaria 2016-2020 di Banca Caripe, sottostante il Piano Industriale del Gruppo.
 - Informazioni relative all'andamento dei corsi di borsa ottenuti attraverso banche dati specializzate.
 - Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini del presente documento.
- Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza di BP Bari, in qualità di Capogruppo, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle proiezioni, ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

Banca Caripe

Banca Caripe

Descrizione (1/2)

- Banca Caripe ha sede a Pescara e al 31 dicembre 2015 ha una rete costituita da 48 sportelli concentrati prevalentemente in Abruzzo.
- Il 2015 è stato il primo esercizio ordinario della banca che ha fatto seguito all'Amministrazione straordinaria di Caripe, terminata, come già ricordato, in data 30 settembre 2014, e al breve esercizio di soli 3 mesi, precisamente dall'1 ottobre 2014 al 31 dicembre 2014, necessario per riallineare l'esercizio ordinario con l'anno solare.
- Nel mese di maggio 2015 Banca Caripe ha effettuato un aumento di capitale, pari ad Euro 40,4 milioni, interamente sottoscritto da Banca Tercas; a conclusione dell'operazione la quota detenuta dalla controllante è salita al 99,986%.
- Al 31 dicembre 2015 il capitale sociale di Caripe è costituito da n. 22.330.000 azioni, del valore nominale di Euro 5,16, di cui n. 22.326.955 azioni detenute da Banca Tercas e le restanti azioni in quota paritetica (0,0068%) da Fondazione Pescara Abruzzo e Finsud.
- Al 31 dicembre 2015 la raccolta puntuale complessiva di Caripe è pari a circa Euro 1.323 milioni (-6,0% rispetto al 2014), di cui circa Euro 1.005 milioni di raccolta diretta (-12,4% rispetto al 2014), e gli impieghi puntuali complessivi sono pari a circa Euro 934 milioni (-5,0% rispetto al 2014), con un numero di dipendenti pari a 318.



Banca Caripe

Descrizione (2/2)

- Al 31 dicembre 2015 il margine di intermediazione di Banca Caripe è pari a Euro 34,7 milioni^(*), di cui Euro 18,7 milioni di margine di interesse^(*). Il totale costi operativi alla data è pari a circa Euro 46,9 milioni^(*) e risulta influenzato da componenti straordinarie legate ai maggiori oneri relativi al fondo esodi incentivati per circa Euro 13,0 milioni, a fronte degli accordi perfezionati nel 2015, e al contributo al Fondo di Risoluzione per circa Euro 1,6 milioni.
- Al 31 dicembre 2015 Caripe ha registrato rettifiche su crediti pari ad Euro 17,2 milioni^(*); tali rettifiche riflettono anche la politica aziendale volta a rafforzare il presidio sulla componente deteriorata.
- A seguito delle componenti straordinarie sopraindicate, Caripe ha registrato al 31 dicembre 2015 una perdita netta pari a circa Euro 20,4 milioni^(*).
- Il CET 1 ratio al 31 dicembre 2015 risulta pari al 9,41% (7,00% al 31 dicembre 2014) e il Total capital ratio pari al 10,46% (9,70% al 31 dicembre 2014). L'incremento dei ratio di banca Caripe registrato rispetto al 2014 è legato all'aumento di capitale sopradescritto. Il patrimonio netto alla stessa data risulta pari a Euro 79,8 milioni.

^(*) I valori economici al 31 dicembre 2014 non risultano comparabili in quanto comprendono i dati Caripe riferibili al solo terzo trimestre 2014.

Banca Caripe

Evoluzione economico finanziaria 2016-2020

Principali indicatori (€ mln, valori arrotondati)

	2015C	2016B	2017P	2018P	2019P	2020P	CAGR '16-'20
Impieghi clientela^(*)	934,4	920,7	952,3	988,7	1.039,1	1.096,4	4,5%
Raccolta diretta clientela^(*)	1.005,3	1.073,4	1.104,7	1.130,5	1.157,0	1.184,2	2,5%
Raccolta indiretta ^(*)	318,4	344,7	351,6	358,6	365,8	373,1	2,0%
Margine di interesse	18,7	17,6	19,1	20,0	20,6	21,2	4,9%
Margine di intermediazione^(**)	34,7	38,5	40,1	42,0	44,1	46,8	5,0%
Rettifiche Nette	(17,2)	(10,7)	(9,8)	(9,3)	(8,5)	(7,1)	(9,8%)
Spese amministrative totali	(49,2)	(31,6)	(29,5)	(28,8)	(28,9)	(28,9)	(2,2%)
Risultato d'esercizio	(20,4)	(0,6)	2,6	4,8	6,7	9,5	
Cost / Income ^(**)	n.s.	74,4%	65,9%	60,9%	58,0%	54,6%	
Rettifiche / Impieghi Medi	1,85%	1,17%	1,04%	0,95%	0,83%	0,65%	
CET 1 ratio (%)	9,4%	9,5%	9,2%	9,2%	9,6%	10,2%	

(*) Saldi puntuali. (**) Ratio calcolato sul totale costi operativi.

Fonte: Controllo di Gestione di BP Bari.

- L'evoluzione 2016-2020 di Banca Caripe è stata redatta dalla Direzione della Banca con il supporto di BP Bari nell'ambito della predisposizione del Piano Industriale 2016-2020 del Gruppo.

Valore di Liquidazione

Valore di Liquidazione

Metodologie di valutazione (1/2)

- L'art. 2437-ter, comma secondo, del Codice Civile dispone che *“Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.”*
- Gli approcci valutativi considerati dal Codice Civile quindi sono:
 - approccio patrimoniale;
 - approccio reddituale;
 - approccio di mercato.
- Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, la scelta del metodo di valutazione è funzione:
 - della finalità della stima;
 - della capacità dei diversi metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda;
 - della tipologia di azienda.
- L'art. 2437-ter del Codice Civile, come precedentemente indicato, stabilisce espressamente i criteri ai quali gli amministratori devono fare riferimento nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni in ipotesi di recesso.
- L'articolo prevede che, in assenza di diversa disposizione statutaria, previo parere non vincolante dei sindaci e del revisore contabile, gli amministratori nella determinazione del valore di liquidazione facciano riferimento alla consistenza patrimoniale della società e alle sue prospettive reddituali, nonché all'eventuale valore di mercato delle azioni.
- Il riferimento alla “consistenza patrimoniale” e alle “prospettive reddituali” per la stima del valore di liquidazione, suggerisce l'utilizzo di criteri valutativi che tengano in considerazione non tanto la redditività storica, ma le potenzialità reddituali dell'impresa in relazione alle condizioni correnti.

Valore di Liquidazione

Metodologie di valutazione (2/2)

- Il terzo riferimento è “all’eventuale valore di mercato”. La nozione di valore di mercato a cui la dottrina e la prassi fanno riferimento è normalmente espressione della quotazione di borsa se l’impresa è quotata in un mercato regolamentato, o del prezzo di transazioni recenti nel caso di impresa non quotata. Fare riferimento alle transazioni recenti come metodo di stima del valore di liquidazione, presuppone che il valore di tali transazioni sia reale espressione di un valore di “mercato” e quindi che le transazioni esaminate risultino significative in termini di volumi, numerosità e di controparti coinvolte.
- Con riferimento alle suddette considerazioni e a quanto previsto dall’articolo 2437-ter del Codice Civile, ai fini della stima del Valore di Liquidazione è stato considerato un metodo che definisce il valore di una società sulla base della capacità futura della stessa di generare redditi nonché della sua consistenza patrimoniale. Nello specifico è stato considerato il Dividend Discount Model nella versione Excess Capital (DDM); l’applicazione di tale metodologia è una prassi condivisa nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione previsto dalle Autorità di Vigilanza.
- Con riferimento al “valore di mercato” delle azioni Banca Caripe le stesse non sono state oggetto di recente di transazioni significative in termini di numerosità e controparti coinvolte. Peraltro, come già ricordato la Fusione di Banca Caripe in BP Bari è subordinata al perfezionamento della Cessione a favore della Capogruppo della partecipazione in Caripe detenuta da Banca Tercas, operazione che avverrà ad un prezzo per azione della Banca pari a Euro 5,478, corrispondente al valore di iscrizione nel bilancio di Banca Tercas.
- Ai fini di controllo, inoltre, è stata condotta un’analisi sulle transazioni aventi ad oggetto quote di minoranza di banche non quotate avvenute in Italia dal 2011 ad oggi.

Valore di Liquidazione

Dividend Discount Model (1/3)

- Il Dividend Discount Model nella versione Excess Capital stima il valore di un'azienda sulla base dell'attualizzazione dei flussi finanziari futuri distribuibili sulla base della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VT_a$$

dove:

DIV_t = flussi finanziari futuri distribuibili nell'orizzonte temporale prescelto sulla base delle proiezioni elaborate (Periodo Esplicito) e di un requisito patrimoniale soddisfacente.

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio (k_e).

VT_a = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso finanziario normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g).

- Di seguito sono illustrate le principali assunzioni e i parametri adottati per lo sviluppo della formula di valutazione.

Valore di Liquidazione

Dividend Discount Model (2/3)

- Per la stima dei flussi distribuibili si è fatto riferimento all'Evoluzione economico finanziaria 2016-2020 di Banca Caripe sottostante al Piano Industriale del Gruppo e a un ratio obiettivo di vigilanza in termini di Common Equity pari al 10,5%.
- Per l'attualizzazione dei flussi futuri distribuibili è stato utilizzato il costo del capitale di rischio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso è stato stimato pari all'8,3%, attraverso il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, individuato nel rendimento medio annuo, al 31 dicembre 2015, dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano, l'1,7% (Fonte Bloomberg).

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato), pari a 1,22 stimato sulla base dei beta di un campione di banche italiane quotate (Fonte Bloomberg)^(*).

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato, considerato, in linea con la prassi valutativa, pari al 5,4% (Fonte: Paper di Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin del 23 aprile 2015).

^(*) UBI Banca, Banca Popolare di Milano, Popolare di Sondrio, Banco Desio, Banca Popolare dell'Emilia, Banca Carige, Credito Valtellinese e Credito Emiliano.

Valore di Liquidazione

Dividend Discount Model (3/3)

- Il Terminal Value è stato stimato sulla base della seguente formula:

$$VT = \text{Flusso distribuibile normalizzato} / (k_e - g)$$

considerando un flusso distribuibile normalizzato, un tasso di crescita di lungo termine pari al 2,0% e un ratio obiettivo di vigilanza Common Equity pari al 10,5%.

- Al fine di meglio apprezzare la sensibilità del valore ottenuto con il DDM rispetto ai parametri valutativi utilizzati, è stata effettuata un'analisi di sensitivity in relazione a:
 - tasso di attualizzazione (+/- 0,5%);
 - tasso di crescita (+/- 0,5%).
- Di seguito si riportano gli intervalli di valore di Banca Caripe stimati attraverso il DDM.

DDM (valori arrotondati)	Min	Max
Valore Banca Caripe (€ mln)	77	100
Numero azioni (mln)	22,33	
Valore per azione Banca Caripe (€) (*)	3,4	4,5
<i>P / BV</i>	0,97x	1,25x

(*) Stimato considerando un numero di azioni pari a circa 22,3 milioni.

Valore di Liquidazione

Metodo di controllo - Multipli transazioni comparabili (1/2)

- Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.
- L'applicazione della metodologia è stata effettuata sulla base dei moltiplicatori di un campione di transazioni effettuate in Italia dal 2011 avente ad oggetto quote di minoranza di banche non quotate (diverse da operazioni OPA, OPASC e aumenti di capitale). I multipli sono stati calcolati con riferimento ai dati della società target come da bilancio di chiusura più prossimo alla data di annuncio dell'operazione
- Nella stima del Valore di Liquidazione sono stati considerati i multipli Prezzo / Book Value (P/BV) e Avviamento / Raccolta Totale. In considerazione del fatto che Banca Caripe non ha avviamenti iscritti in bilancio non è stato considerato il multiplo P / Tangible Book Value (P / TBV).
- I multipli P / BV e Avviamento / Raccolta Totale così determinati risultano compresi rispettivamente tra 1,1x e 1,4x ed 1,1% e 3,0%.
- L'applicazione di tali multipli alle relative grandezze al 31 dicembre 2015 di Caripe ha condotto a stimare i seguenti intervalli di valore per azione.

Multipli transazioni comparabili (€, valori arrotondati)

Min

Max

Valore per azione Banca Caripe^(*)

P/BV

3,9

5,0

Avviamento / Raccolta Totale

4,2

5,4

^(*) Stimato considerando un numero di azioni pari a circa 22,3 milioni.

Valore di Liquidazione

Metodo di controllo - Multipli transazioni comparabili (2/2)

Data	Target Company	Bidder Company	Seller Company	%	P/BV	Avviam./ RT
feb-16	CR Umbria	Intesa Sanpaolo	Minoranze parcellizzate	0,87%	1,3 x	2,9%
mar-15	CR Firenze	Intesa Sanpaolo	Ente CR Firenze	10,3%	1,5 x	2,1%
dic-14	CR Civitavecchia	Intesa Sanpaolo	Fondazione CR Civitavecchia	49,0%	1,4 x	2,6%
dic-14	CariRi	Intesa Sanpaolo	Fondazione Varrone	15,0%	1,3 x	2,4%
dic-14	CariVit	Intesa Sanpaolo	Fondazione Carivit	12,1%	1,2 x	1,9%
dic-14	Banca di Trento e Bolzano	Intesa Sanpaolo	Minor. parcellizzate e istituzionali	11,8%	1,3 x	1,3%
dic-14	Banca Monteparma	Intesa Sanpaolo	Fondazione Monte Parma Fond. Piacenza e Vigevano, Privati	20,0%	1,5 x	3,0%
giu-13	Banca di Cividale	Gruppo BP di Cividale	Creval	20,0%	1,6 x	4,7%
giu-12	CR Ascoli Piceno	Intesa Sanpaolo	CRF	34,0%	1,3 x	2,6%
mar-12	CR Terni	Intesa Sanpaolo	Fondazione CR Terni e Narni	25,0%	1,5 x	3,3%
mar-12	CR Foligno	Intesa Sanpaolo	Fondazione CR Foligno	21,2%	1,5 x	3,6%
mar-12	CR Spoleto	Intesa Sanpaolo	Fondazione CR Spoleto	27,5%	1,4 x	3,7%
mar-12	CR Castello	Intesa Sanpaolo	Fondazione CR Castello	17,8%	1,1 x	1,1%
giu-11	Credito del Lazio	Credito Valtellinese	n.d.	34,6%	2,1 x	10,7%
mar-11	Banca Artigianato e dell'Industria	Credito Valtellinese	Credito Artigiano	20,8%	1,4 x	4,2%
mar-11	Banca Cividale	BP di Cividale	Credito Valtellinese	5,0%	1,7 x	4,2%
feb-11	CR Pescara	Azimut	Tercas	2,0%	2,2 x	7,3%
Mediana					1,4 x	3,0%
Minimo					1,1 x	1,1%

Fonte: rassegna stampa e bilanci societari.

Conclusioni

Conclusioni

- Il Valore di Liquidazione al 31 dicembre 2015 stimato sulla base del DDM risulta compreso tra Euro 3,4 ed Euro 4,5.
- L'applicazione del metodo di controllo dei multipli di transazioni comparabili individua un intervallo allargato del Valore di Liquidazione compreso tra Euro 3,9 ed Euro 5,4.
- Come già ricordato la Fusione di Banca Caripe in BP Bari è subordinata al perfezionamento della Cessione a favore della Capogruppo della partecipazione in Caripe detenuta da Banca Tercas ad un valore per azione della Banca pari a Euro 5,478, pari al valore di iscrizione nel bilancio di Banca Tercas.
- Tutto ciò premesso, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro e della documentazione esaminata, pur ritenendo che il valore stimato attraverso il DDM possa rappresentare un'adeguata espressione del Valore di Liquidazione di Banca Caripe, in quanto stimato tenuto conto dell'Evoluzione economico finanziaria 2016-2020 della Banca, si suggerisce a tutela dei soci terzi della Banca di considerare quale Valore di Liquidazione il valore sottostante la Cessione, pari ad Euro 5,478.
- I risultati delle nostre analisi sono da leggersi con esclusivo riferimento agli obiettivi, alle ipotesi e alle limitazioni dell'incarico riportati nel Report.

Vi ringraziamo per l'assistenza e la cooperazione prestata nell'esecuzione del nostro incarico.
Rimaniamo a disposizione dei destinatari del Report per eventuali chiarimenti sui suoi contenuti.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.



Elisa Fabris

Partner