

Spettabile  
Banca Popolare di Bari S.C.p.A.  
Corso Cavour, 19  
70122 - Bari

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

**Oggetto: parere sul valore di liquidazione delle azioni di Banca Popolare di Bari S.C.p.A. ai fini dell'esercizio del diritto di recesso nell'ambito della prospettata trasformazione della Banca Popolare di Bari S.C.p.A. in società per azioni - *Fairness opinion***

1. Il Decreto Legge n. 3 del 24 gennaio 2015, convertito con Legge n. 22 del 24 marzo 2015, integrato dalle disposizioni di attuazione della Banca d'Italia, emanate in data 9 giugno 2015 con il 9° aggiornamento della Circolare n° 285 del 17 dicembre 2013, ha riformato la disciplina delle banche popolari modificando l'art. 29, comma 2-*bis*, del Decreto Legislativo n. 385 del 1° settembre 1993 e successivi aggiornamenti (il "Testo Unico Bancario"), riservando la possibilità di adottare il modello di banca popolare ai soli intermediari il cui attivo, in caso di capogruppo da computarsi a livello consolidato, non superi la soglia di otto miliardi di Euro e introducendo l'obbligo di trasformazione in società per azioni in caso di superamento di tale soglia.

Il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare di Bari S.C.p.A. (nel seguito anche "BPB" o la "Banca") ha verificato in data 9 luglio 2015 e confermato l'avvenuto superamento della soglia di otto miliardi di Euro in termini di valore complessivo degli attivi della Banca.

Nel mese di ottobre 2016 mi è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione di BPB di esprimere un parere (il "Parere") in merito all'individuazione di un intervallo di valori all'interno del quale appare ragionevole collocare il valore di recesso delle azioni

BPB (il "Valore di Recesso") nell'ambito dell'operazione di trasformazione di BPB in società per azioni ("Operazione")<sup>(1)</sup>.

Il Parere è da considerarsi confidenziale e indirizzato e destinato esclusivamente ai membri del Consiglio di Amministrazione di BPB (gli "Amministratori") nell'ambito del processo decisionale relativo all'Operazione e non dovrà essere utilizzato come riferimento da alcun azionista della Banca o altra persona, fatta esclusione degli Amministratori.

Lo scrivente agisce per conto degli Amministratori e per nessun altro in relazione all'Operazione e non sarà responsabile verso altri soggetti, fatta eccezione per gli Amministratori per quanto concerne il rilascio del Parere.

Lo scrivente precisa: (i) di essere stato incaricato esclusivamente di rendere il Parere agli Amministratori; (ii) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'Operazione; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali della Banca, né in alcuna delle società controllate da BPB; (iv) di non avere reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore della Banca né di società controllate da BPB. Lo scrivente precisa inoltre che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, alla data del Parere non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra lo stesso e: (i) BPB, (ii) le società controllate da BPB o sottoposte a comune controllo, nonché gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che siano suscettibili di pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio dello scrivente.

2. Ai fini della redazione del Parere, sono stati oggetto di esame:

- i) documento trasmesso dal *management* della Banca denominato "Sintesi dati 2016-2020" contenente il piano economico-finanziario della Banca riferito al periodo 2016-2020 (il "Piano");
- ii) documento trasmesso dal *management* della Banca denominato "Azioni BPB" contenente l'andamento storico delle azioni di BPB riferito al periodo 2006 - 2016;
- iii) documento trasmesso dal *management* della Banca denominato "Piano Industriale di Gruppo - Presentata CdA - 24 Febbraio 2016" contenente dettagli sul Piano;
- iv) documento trasmesso dal *management* della Banca denominato "Piano Industriale - Ultima Versione 24 Febbraio 2016 - Presentata CdA" contenente il Piano;

---

<sup>1</sup> Si rileva che la trasformazione in società per azioni di Banca Popolare di Bari S.C.p.A. comporta l'insorgere del diritto di recesso in capo agli azionisti che non concorreranno all'assunzione della relativa delibera assembleare, per effetto del combinato disposto degli artt. 2437, comma 1, lett b), 2519, comma 1, e 2532 del Codice Civile.

- v) documento trasmesso dal *management* della Banca denominato "*Tableau Rischio Strategico Gruppo BPB - Giugno 2016*" contenente dettagli sul rischio strategico della Banca;
- vi) documento trasmesso dal *management* della Banca denominato "*RATIO 2016\_09 - 2016\_12*" nel quale sono riportati, tra l'altro, gli impatti patrimoniali delle operazioni di aumento di capitale e di cartolarizzazione dei *Non Performing Loans* - definite nel prosieguo -, i livelli di assorbimento, i fondi propri e i *ratios* patrimoniali della Banca al 30 settembre 2016 e al 31 dicembre 2016;
- vii) documento predisposto dall'*advisor* indipendente della Banca (l'"*Advisor*") denominato "*BP Bari Bench Provvig Insurance FINAL*" predisposto in data 26 ottobre 2016 (la "*Relazione dell'Advisor*");
- viii) atto notarile relativo al verbale di riunione del consiglio di amministrazione in cui è stato deliberato l'aumento di capitale a favore di un soggetto terzo istituzionale legato da rapporti di natura industriale alla Banca nel comparto assicurativo (l'"*Investitore Istituzionale*");
- ix) documentazione relativa all'accordo avente ad oggetto una *partnership* nel settore *bancassurance* stipulata dalla Banca con l'*Investitore Istituzionale*;
- x) documento, comprensivo dei relativi allegati, trasmesso dal *management* della Banca denominato "*Piano Industriale 2016-2020 analisi delle proiezioni economico-finanziarie e patrimoniali sottostanti\_V3*" contenente un'analisi delle *assumptions* e dei *driver* di Piano;
- xi) documento trasmesso dal *management* della Banca redatto dall'*Advisor* in data 29 febbraio 2016 contenente l'analisi dei dati previsionali per gli esercizi 2016-2020;
- xii) bilanci e informazioni finanziarie della Banca pubblicamente disponibili relativi agli esercizi 2011, 2012, 2013, 2014 e 2015;
- xiii) bilancio intermedio consolidato e relazione sulla gestione del gruppo BPB al 30 giugno 2016;
- xiv) dati finanziari del gruppo BPB al 30 settembre 2016;
- xv) dati e informazioni reperiti sul *database* economico-finanziario *Bloomberg*;
- xvi) altre informazioni o elementi ritenuti utili ai fini della redazione del Parere.

3. Il Parere è stato reso sulla base dei seguenti presupposti e limitazioni:

- i dati, le informazioni e le stime considerati nel Parere non possono essere utilizzati per alcuno scopo differente da quello espressamente specificato nel Parere;
- le conclusioni alle quali lo scrivente è pervenuto nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute. Nessuna parte del Parere può

essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza e/o per scopi differenti rispetto a quelli espressamente specificati;

- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. Nulla di quanto esposto nel Parere può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento della Banca. Eventi che si verificano successivamente alla data odierna potrebbero influire sul Parere e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;
- le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo delle analisi effettuate sono state fornite da BPB; si è fatto affidamento su tali informazioni senza procedere ad una verifica indipendente sull'accuratezza e completezza delle medesime;
- la data convenzionale di riferimento del Parere è il 30 settembre 2016 (la "Data di Riferimento"). Rilievi, accertamenti e valutazioni debbono, pertanto, intendersi riferiti a tale data. Si precisa che la situazione economica, finanziaria, patrimoniale e di vigilanza della Banca alla Data di Riferimento è stata individuata considerando:
  - la situazione economica, finanziaria, patrimoniale e di vigilanza della Banca al 30 giugno 2016;
  - l'evoluzione delle grandezze di BPB osservate tra il 30 giugno 2016 e il 30 settembre 2016; e
  - gli effetti di due operazioni intervenute successivamente al 30 settembre 2016:
    - operazione di aumento di capitale sociale a pagamento ai sensi dell'art. 2528 del Codice Civile, avvenuta a seguito di specifica richiesta da parte dell'Investitore Istituzionale, per complessivi circa €/mln 25 deliberato dal Consiglio di Amministrazione della Banca in data 26 ottobre 2016 ("Aumento di Capitale");
    - operazione di cartolarizzazione di *Non Performing Loans* (NPLs), descritta nei paragrafi successivi, la vendita di titoli Mezzanine e Junior, sottoscritti da BP Bari nel mese di agosto 2016 contestualmente all'emissione degli

stessi da parte dell'SPV Popolare di Bari NPLs 2016 S.r.l. perfezionatasi in data 24 ottobre 2016 ("Cartolarizzazione NPLs")<sup>(2)</sup>;

- lo scrivente è stato informato che non sono intervenuti, tra la Data di Riferimento e la data di redazione del Parere, fatti, diversi da quelli rappresentati, che possano incidere significativamente sulle risultanze della stima, fatto salvo per quanto rappresentato in merito nel Parere;
- si è assunto che le eventuali autorizzazioni necessarie per realizzare l'Operazione siano acquisite entro le tempistiche appropriate e senza alcun pregiudizio per la Banca;
- la stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali);
- si è dato per assunto che le proiezioni economiche predisposte dal *management* di BPB (le "Proiezioni") siano state formulate ragionevolmente su basi che riflettono le migliori stime in merito alla *performance* futura della Banca. Le Proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri, sono caratterizzate da connotati elementi di soggettività e da incertezze e, in particolare, dalla rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati e azioni dai quali traggono origine potrebbero non verificarsi o verificarsi in misura e/o con tempistica diversa da quella prospettata, così come potrebbero verificarsi eventi e azioni non prevedibili all'epoca della predisposizione delle Proiezioni. Ne consegue che potranno verificarsi scostamenti, anche significativi, tra valori consuntivi e valori preventivati;
- la valutazione è stata basata sul presupposto che il Piano e le Proiezioni abbiano corso secondo i termini e le condizioni ivi indicate. Tutto ciò rappresenta presupposto non verificato dallo scrivente nel Parere. In ogni caso è stata esaminata la coerenza dell'evoluzione delle principali grandezze del Piano rispetto alle ipotesi di sviluppo strategico dello stesso;
- si precisa che il Consiglio di Amministrazione di BPB in data 17 novembre 2016, anche alla luce degli elementi di incertezza riscontrabili con riferimento all'attuale scenario di mercato e alle ipotesi di Piano e degli scostamenti osservati tra i valori relativi ai primi tre trimestri del 2016 previsti nel *budget* 2016 e quelli osservati a consuntivo, ha confermato la validità del Piano;
- si è dato per assunto che, per ciascun documento che è stato trasmesso allo scrivente in versione non definitiva (in bozza), la versione definitiva del medesimo sarà coerente con la relativa bozza fornita allo scrivente e che sia

---

<sup>2</sup> Si precisa che le analisi valutative sono state svolte assumendo che verrà effettuata la cancellazione ("*derecognition*") degli NPLs oggetto dell'operazione di cartolarizzazione in esame. Secondo quanto comunicato dalla Banca, tale operazione verrà riflessa nei dati contabili del gruppo BPB a seguito del decreto formale di concessione della GACS (garanzia cartolarizzazione sofferenze) da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), come previsto dal D.L. n.18 del 14 febbraio 2016, convertito nella Legge n. 49 dell'8 aprile 2016.

eseguito ai termini e alle condizioni in esso previsti senza alcuna rinuncia, modifica o ritardo in merito ad alcuno dei termini o delle condizioni;

- si è assunto che siano state messe a disposizione di chi scrive tutte le informazioni necessarie al fine di elaborare e rendere il Parere e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza che avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere non accurate o fuorvianti;
- non è stata effettuata alcuna verifica indipendente di tipo legale, fiscale, contabile, attuariale o di altro tipo sulla Banca e sull'Operazione, sicché non si esprime alcun parere su tali profili;
- non è stata effettuata alcuna verifica o valutazione indipendente delle attività e delle passività della Banca e delle entità da essa controllate o collegate;
- il Parere non contiene valutazioni circa il prezzo al quale, in futuro, il titolo BPB potrebbe essere scambiato.

4. Il Parere è stato reso avendo riferimento a metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. Le metodologie di valutazione considerate presentano limiti specifici e di conseguenza si è ritenuto opportuno esprimere il Parere sulla base di un processo di stima che, in sintesi ragionata, tenesse conto delle risultanze delle metodologie di valutazione adottata nonché di analisi finanziarie ritenute utili allo scopo.

5. Il Valore di Recesso è stato individuato avendo riferimento a una configurazione di valore che tenda a replicare il valore fondamentale di lungo termine della Banca nella prospettiva di realizzo del Piano<sup>(3)</sup>, tenendo peraltro conto anche della necessità di adeguata patrimonializzazione della Banca oltre ai livelli minimi regolamentari, nonché, almeno in parte, delle dinamiche di mercato del settore bancario. Inoltre, tenuto conto della circostanza che nel recente passato (rispetto alla Data di Riferimento) è stata realizzata una transazione avente ad oggetto un quantitativo rilevante di azioni della Banca (la "Transazione")<sup>(4)</sup>, ai fini del Parere è stato ritenuto opportuno tenere conto anche del prezzo al quale tale negoziazione è stata realizzata.

In definitiva, ai fini della stima del Valore di Recesso si è pertanto ritenuto di adottare, in sintesi ragionata, le risultanze dell'applicazione di una metodologia fondamentale e di un metodo diretto basato sulla transazione che ha interessato nel recente passato azioni della Banca.

---

<sup>3</sup> Si evidenzia che la scelta di adottare una metodologia valutativa di tipo fondamentale avendo riferimento alle previsioni di Piano si fonda, tra l'altro, sulla circostanza che, come precisato in precedenza, il Consiglio di Amministrazione della Banca in data 17 novembre 2016, confidente nell'insieme di iniziative di recupero di redditività già avviate o da avviare nei prossimi mesi ha confermato la valenza degli obiettivi strategici contenuti all'interno del Piano Industriale 2016-2020, nonostante il contesto macro-economico particolarmente instabile e i risultati economico-patrimoniali al 30 settembre 2016 del Gruppo disallineati rispetto a quanto previsto a *budget*.

<sup>4</sup> In particolare, si precisa che, come meglio descritto nel prosieguo del Parere, la Transazione ha avuto ad oggetto il trasferimento di n. 3.333.333 azioni di BPB, corrispondente a circa il 2,1% del quantitativo complessivo di azioni della Banca *ante* Transazione (n. 156.862.936).

Il Valore di Recesso si discosta dal valore d'uso della Banca in ragione della circostanza che i parametri finanziari utilizzati per il calcolo dei flussi attesi e del fattore di sconto tengono conto, tra l'altro, di un coefficiente di patrimonializzazione *target* superiore alla soglia minima stabilita dalla disciplina di settore.

Il Valore di Recesso si discosta parimenti dai prezzi correnti di mercato riscontrati in operazioni che hanno avuto ad oggetto la trasformazione di banche popolari quotate in società per azioni in ragione del fatto che in questi casi l'orientamento della prassi, in coerenza con il disposto dell'art. 2437-ter cod. civ., è stato quello di fissare il valore di recesso sulla base del prezzo medio dell'andamento del titolo azionario osservato nei sei mesi antecedenti alla data dell'operazione.

Nel caso di specie tale metodologia non ha trovato applicazione in quanto i dati forniti dal *management* della Banca relativi ai prezzi medi mensili delle negoziazioni delle relative azioni sono stati ritenuti non significativi, non essendo riferiti a negoziazioni recenti e comunque intervenute su mercati liquidi privi di limitazione allo scambio dei titoli. Fa eccezione la Transazione, le cui risultanze pertanto sono state considerate ai fini della stima dell'intervallo di valori entro il quale ricomprendere il Valore di Recesso delle azioni di BPB.

6. La scelta delle metodologie valutative applicate trova motivazione anche alla luce delle considerazioni di seguito esposte.

L'adozione di una metodologia fondamentale - quale il *Dividend Discount Model* (il "DDM") nella versione c.d. *excess capital* - trova ragione nel fatto che tali metodiche valutative costituiscono le metodologie maggiormente utilizzate nella prassi professionale per la stima di valori di banche e intermediari finanziari in operazioni straordinarie sul capitale degli istituti. Ciò in quanto tali metodologie valutative consentono di esprimere il valore di una impresa bancaria in funzione della sua capacità di generare flussi di cassa prospettici attesi dall'implementazione dei piani e programmi definiti dal *management*. Si tratta pertanto di metodologie di stima razionali, di generale applicazione e affidabili nella misura in cui il piano aziendale rifletta assunzioni realistiche sulle prospettive di *business* dell'attività bancaria.

L'adozione del DDM implica che nella stima del Valore di Recesso si incorpori la creazione di valore nel lungo termine, attesa dall'implementazione del Piano, le cui risultanze non trovano riflesso diretto e immediato nei prezzi di mercato odierni<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Sul tema si segnala la recente raccomandazione di Consob di cui alla Comunicazione n. 0092492 del 18-10-2016 ("Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale"), mediante la quale, tra l'altro, Consob ha evidenziato l'opportunità di incrementare ulteriormente la trasparenza e l'efficienza delle piattaforme multilaterali di negoziazione di strumenti finanziari, anche al fine di garantire la "liquidabilità" (ancorché non necessariamente "liquidità") di un investimento, in base alla legge della domanda e dell'offerta e secondo pre-determinate e trasparenti regole di negoziazione".

Le risultanze dell'applicazione di tale approccio metodologico risultano peraltro mitigate negli effetti in conseguenza della scelta di adottare, nell'applicazione del modello valutativo, coefficienti di patrimonializzazione superiori ai minimi regolamentari, in quanto, per effetto di tale scelta, si conserva all'interno dell'impresa bancaria una quota di valore potenzialmente distribuibile agli azionisti che, stante il modello valutativo adottato, non viene apprezzata nella sintesi quantitativa di tale modello.

La scelta metodologica adottata appare ragionevole anche in considerazione del fatto che, stante l'orientamento comunicato dal Consiglio di Amministrazione, la Banca non intende comunque provvedere alla liquidazione monetaria delle azioni nell'ambito dell'Operazione. Pertanto, lo scostamento che sussiste tra valore fondamentale e prezzi di mercato nell'attuale contesto del mercato bancario - e che, come si avrà modo di riscontrare nel seguito, emerge anche nel caso di specie - non determinerebbe comunque un deflusso di risorse finanziarie da parte della Banca.

L'adozione di un metodo di mercato ai fini della definizione, in sintesi ragionata, dell'intervallo di valori entro cui ricomprendere il Valore di Recesso, trova ragione nel fatto che, come si è avuto modo di precisare, nel recente passato (rispetto alla Data di Riferimento) un Investitore Istituzionale ha acquisito un quantitativo rilevante di azioni della Banca di nuova emissione in una operazione qualificata come "di mercato".

La Transazione è stata realizzata secondo le modalità di seguito precisate. In data 26 ottobre 2016 BPB ha deliberato di emettere n. 3.333.333 azioni ordinarie con valore nominale unitario pari a € 5,00 - e un sovrapprezzo unitario pari a € 2,50 -, con godimento dal 1° gennaio 2016, per un importo complessivo pari a € 24.999.997,50 - di cui € 8.333.332,50 a titolo di sovrapprezzo di emissione - riservando il collocamento di tutte le nuove azioni all'Investitore Istituzionale. In particolare:

- una società controllata dall'Investitore Istituzionale ha acquisito n. 2.000.000 di azioni ordinarie con valore nominale unitario pari a € 5,00 ciascuna con sovrapprezzo pari a € 2,50, per un valore complessivo pari a € 15.000.000,00, corrispondente in termini unitari a € 7,50 per azione; e
- un'altra società controllata dall'Investitore Istituzionale ha acquisito n. 1.333.333 azioni ordinarie con valore nominale unitario pari a € 5,00 con sovrapprezzo pari a € 2,50, per un importo complessivo di € 9.999.997,50, corrispondente in termini unitari a € 7,50 per azione.

Per effetto dell'aumento di capitale realizzato nell'ambito della Transazione il numero di azioni (l'ammontare del capitale sociale) di BPB è aumentato da n. 156.862.936 (€ 784.314.680) a n. 160.196.269 (€ 800.981.345).

Al fine di verificare la significatività delle risultanze delle valutazioni effettuate sulla base dei prezzi ai quali è stata realizzata la Transazione, rileva osservare che l'Advisor, nel mese di ottobre 2016, ha svolto analisi di *benchmark* volte a determinare se le condizioni provvigionali attualmente praticate dall'Investitore Istituzionale nell'ambito dei propri rapporti commerciali (in qualità di *partner* assicurativo) con la rete della Banca siano in linea rispetto a quelle riferite a realtà ritenute comparabili.

Dalle risultanze di tale studio, riepilogate nella Relazione dell'Advisor, è emerso che i livelli provvigionali riconosciuti dall'Investitore Istituzionale a BPB per la distribuzione di prodotti assicurativi vita sono in linea rispetto a quelli riscontrabili avendo riferimento alla ricorrente e più diffusa *practice* del mercato *bancassurance*, per ciascuna delle diverse tipologie di prodotto offerte.

Dalla Relazione dell'Advisor emerge dunque che, con riferimento ai rapporti commerciali tra l'Investitore Istituzionale e BPB, alla data corrente, non si ravvisano condizioni "non di mercato" che potrebbero avere influenzato la determinazione del prezzo al quale è stata realizzata la Transazione.

In definitiva, il Valore di Recesso individuato costituisce un "valore/prezzo", nel senso che risulta dall'applicazione di una metodologia di natura fondamentale (peraltro mitigata mediante l'utilizzo di parametri che tengano conto degli orientamenti di settore sulla adeguatezza patrimoniale delle banche in un contesto di mercato così complesso, nonché dei livelli di rischio/rendimento e crescita attesa attualmente riferibili al settore bancario) le cui risultanze sono state oggetto di verifica anche alla luce del prezzo dell'aumento di capitale riservato all'Investitore Istituzionale nell'ambito della Transazione.

Ciò non di meno il Valore di Recesso stimato si discosta dalle medie dei prezzi di mercato dei titoli del settore bancario, tenuto anche conto dell'attuale dinamica ribassista dei mercati finanziari per i titoli del settore bancario, nonché dai prezzi registrati in altre operazioni di trasformazione di banche popolari in società per azioni; circostanza questa che, peraltro, va ponderata rispetto alla decisione della Banca di non provvedere alla liquidazione del Valore di Recesso ai fini della conservazione di un'adeguata patrimonializzazione di BPB *post*-trasformazione.

7. Ai fini delle analisi oggetto del presente Parere sono stati adottati, come anticipato, il metodo del *Dividend Discount Model* (il DDM) nella versione c.d. *excess capital* e il metodo di mercato basato su prezzi registrati per titoli della Banca nel recente passato.

Il DDM eguaglia il valore economico di un complesso aziendale al valore attuale dei flussi di dividendo attesi comprensivi dei flussi di *excess capital* disponibili per ogni singolo esercizio che consentono al complesso aziendale di rispettare determinati *target* patrimoniali, comunque non inferiori ai requisiti minimi imposti dalla disciplina di riferimento ("Dividendi Attesi").

La stima dei flussi di Dividendi Attesi per il periodo di previsione esplicita è stata effettuata avendo riferimento ai valori di dividendo attesi risultanti da piani e programmi pluriennali predisposti dal *management* aziendale, rettificati per tenere conto di quanto teoricamente distribuibile al fine di garantire un livello di patrimonializzazione adeguato a "finanziare" lo sviluppo e coerente con gli obiettivi individuati dal *management* aziendale, comunque nel rispetto dei requisiti definiti dalle Autorità di Vigilanza.

La formula di calcolo adottata ai fini dell'applicazione del DDM nella versione c.d. *excess capital* è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n DIV_t(1+i)^{-t} + VT(1+i)^{-n} + EC$$

dove:

$W$  è il valore della Banca;

$\sum_{t=1}^n DIV_t(1+i)^{-t}$  è la somma del valore attuale dei flussi di Dividendo Attesi ( $DIV_t$ ) per il periodo di previsione esplicita comprensivi dei flussi di *excess capital* disponibili per ogni singolo esercizio che consentono alla Banca di rispettare valori *target* dei parametri relativi ai requisiti patrimoniali specifici del settore bancario;

$VT(1+i)^{-n}$  è il valore terminale (VT) della Banca attualizzato alla data di riferimento della valutazione;

$EC$  è il valore dell'*excess capital* alla data di riferimento della valutazione;

$i$  è il costo del capitale proprio.

I Dividendi Attesi sono stati determinati sulla base del Piano, tenuto conto delle modalità applicative del modello di valutazione adottato.

Il costo del capitale proprio è stato calcolato avendo riferimento al metodo del *capital asset pricing model* per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

$i$  è il costo del capitale proprio;

$i_1$  è il *risk free rate* o tasso di rendimento di investimenti sostanzialmente privi di rischio;

$i_2$  è il premio per il rischio calcolato con la tecnica del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

Il metodo di mercato adottato è quello che si basa su prezzi registrati per titoli della Banca nel recente passato.

I metodi diretti stimano il capitale economico di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato degli strumenti finanziari oggetto di stima registrati nel recente passato, ovvero sui valori di mercato (eventualmente rapportati a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione. In quest'ultimo caso, le metodologie valutative si distinguono in metodi diretti fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi diretti basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima

del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

Nel caso di specie è stato preso a riferimento l'approccio valutativo basato sull'analisi di prezzi del titolo oggetto di stima registrati nel recente passato. In particolare, come precisato in precedenza, ai fini della stima di prezzi di recenti operazioni che abbiano interessato il titolo oggetto di valutazione si è fatto riferimento ai valori relativi alla Transazione, ovvero si è considerato un prezzo unitario di scambio delle azioni di BPB pari a € 7,5.

Da ultimo si precisa, per mere finalità informative, che i multipli impliciti dei valori risultanti dall'applicazione delle metodologie applicate si discostano da quelli registrati nelle operazioni di trasformazione di banche popolari in società per azioni effettuate nel recente passato, nonché - stanti i limiti e la ridotta significatività dei risultati ottenuti, per le ragioni dianzi esposte - dai multipli impliciti nelle quotazioni di borsa di un insieme di banche ritenute comparabili a BPB.

8. Alla luce di quanto sopra, tenuto conto delle risultanze delle metodologie valutative adottate e delle analisi finanziarie effettuate descritte nel Parere, è opinione di chi scrive che il Valore di Recesso possa essere ragionevolmente ricompreso all'interno dell'intervallo - determinato mediante l'applicazione della metodologia fondamentale DDM nella versione *excess capital* e del metodo di mercato basato sull'analisi di prezzi registrati per titoli della Banca nel recente passato - compreso tra € 5,70 per azione e € 7,60 per azione (valori arrotondati). Tale intervallo valutativo, espresso in termini di valore implicito del *ratio* P/BV, corrisponde ad un *range* compreso tra 0,84 e 1,11.

L'intervallo individuato per la stima del Valore di Recesso costituisce un intervallo di "valore/prezzo" nel senso che risulta dall'applicazione di una metodologia di natura fondamentale (mitigata mediante l'utilizzo di parametri che tengano conto degli orientamenti di mercato sulla adeguatezza patrimoniale delle banche nonché sui livelli di rischio, rendimento e crescita attesi attualmente tipici del settore bancario) e di una metodologia basata su transazione di mercato. Ciò non di meno tale intervallo si discosta dalle medie dei prezzi di mercato riscontrabili nel settore bancario e rilevati in altre operazioni di liquidazione delle azioni nel contesto di procedure di trasformazione di banche popolari in società per azioni, tenuto anche conto dell'attuale dinamica ribassista dei mercati finanziari per titoli del settore bancario; circostanza questa che peraltro va ponderata rispetto alla decisione della Banca di non provvedere alla liquidazione del Valore di Recesso ai fini della conservazione di un'adeguata patrimonializzazione di BPB *post* trasformazione.

°\_°\_°

Rimanendo a disposizione per eventuali chiarimenti e ringraziando per la fiducia accordata, si inviano i migliori saluti.

Roma, 23 novembre 2016

Enrico Laghi  
