

**Relazione sulla Metodologia per la determinazione del valore delle azioni della
Banca Popolare di Fondi ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale**

Documento elaborato dal Chief Risk Officer

Oggetto della relazione:	Metodologia per la determinazione del valore delle azioni della Banca Popolare di Fondi ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale
Funzione redattrice	C.R.O.
Data	03/03/2025
Classificazione	PUBBLICO
Destinatari	Consiglio di Amministrazione; Amministratore Delegato; Vice Direttori generali; Collegio Sindacale; Internal Audit
Modalità di divulgazione	Pubblicazione sul Sito Internet
Funzione responsabile dell'archiviazione	C.R.O.

Nella presente relazione è riportata la valutazione della scrivente Funzione in merito alla metodologia per la determinazione del valore di rimborso (prezzo teorico di trasferimento) delle azioni della Banca Popolare di Fondi, capogruppo del Gruppo Bancario "Banca Popolare di Fondi", negoziate a far data dal 25 giugno 2018, sul segmento oggi denominato Vorvel Equity Auction del sistema multilaterale (Mercato Vorvel) gestito da Vorvel Sim S.p.A.. (di seguito "Vorvel").¹

Nel processo relativo alla determinazione del Prezzo teorico di riferimento delineato nel documento "Policy per la procedura di determinazione del valore delle azioni ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale", è previsto che il Chief Risk Officer (che ricopre la funzione di Risk Management) fornisca una relazione in merito alla metodologia utilizzata, così come indicato anche nella comunicazione

¹ Già Hi-Mtf

di Banca d'Italia del 14 aprile 2020 (Metodologia per la determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni delle banche aderenti a piattaforme multilaterali di scambio).

Come previsto nella policy, la metodologia è utilizzata da un esperto in materia di valutazione d'azienda appositamente nominato e dotato di idonei requisiti di indipendenza per determinare un intervallo di valori attribuibili al "Prezzo teorico di riferimento" che permetta al Consiglio di Amministrazione della Banca di addivenire alla formulazione della proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci, per la determinazione del valore di rimborso delle azioni di propria emissione ai sensi dell'art. 7 dello Statuto Sociale.

L'esperto incaricato è la società Archè S.r.l. e la metodologia utilizzata secondo la prassi più consolidata delle valutazioni d'azienda consiste nel metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici, il *Dividend Discount Model* nella variante *excess capital* (cd. "DDM").

Tale metodologia conduce a determinare il valore della Banca sulla base dei flussi di cassa prospettici potenzialmente distribuibili ai possessori di azioni senza pregiudicare predefiniti livelli di patrimonio, nel rispetto delle disposizioni normative di settore. Nello specifico, i flussi finanziari futuri sono identificabili come i flussi potenzialmente distribuibili dopo aver soddisfatto i livelli di patrimonializzazione imposti dall'Autorità di Vigilanza per il presidio del rischio delle attività svolte (senza pregiudicare dunque i predefiniti livelli di patrimonio, quantificati sulla base del *capital ratio* obiettivo).

Il valore determinato con il metodo DDM si compone di due elementi principali:

- l'ammontare, attualizzato in base al costo del capitale, dei dividendi potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale analitico considerato (dividendi attesi determinati in base ai dati preconsuntivi al 31 dicembre 2024 e ai dati previsti nel Budget 2025 approvato dal CdA), nel rispetto dei requisiti patrimoniali e requisiti target applicabili;
- il valore finale (Terminal Value - "TV") che esprime il valore della Banca alla fine del periodo di stima analitico.

Il metodo di stima può essere sintetizzato nel seguente algoritmo valutativo:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV}{(1 + Ke)^n}$$

Dove:

W = valore d'azienda;

Dt = dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t;

n = numero di anni lungo i quali si sviluppa per la stima analitica dei flussi di dividendo;

Ke = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio determinato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM");

TV = *Terminal value* al termine del periodo di stima analitica;

Il TV viene stimato in base al dividendo ritenuto stabilmente distribuibile in un orizzonte di medio-lungo termine (DLT), attualizzato in rendita perpetua al costo del capitale proprio (Ke), quest'ultimo diminuito di un eventuale tasso di crescita di lungo termine (g).

In formula:

$$TV = \frac{D_{LT}}{(Ke - g)}$$

Dove:

D_{LT} = Flusso di cassa normalizzato sostenibile nel medio-lungo termine;

Ke = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio determinato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM");

g = tasso di crescita atteso nel medio-lungo termine oltre il periodo di pianificazione analitica.

La valutazione della società Archè srl è stata effettuata considerando:

- Flussi di cassa disponibili attesi: stimati sulla base dei dati economico-patrimoniali preconsuntivi 2024, e delle previsioni 2025 del Budget. Oltre al Budget 2025, non sono state effettuate elaborazioni per ulteriori anni previsionali. L'evoluzione prevista per il 2025 è influenzata da alcune voci straordinarie o il cui andamento riflette un trend di sistema che deve ancora essere pienamente assorbito nei prossimi anni dall'evoluzione attesa per alcuni parametri di mercato.

Alla luce di quanto riportato, tenuto conto che l'obiettivo dell'elaborazione di previsioni triennali è anche quello di disporre di una situazione normalizzata da impiegare nella stima del Terminal Value, partendo dalla situazione attesa a fine 2025 sono stati effettuati dalla società Archè interventi di normalizzazione di alcuni dati presenti, basando tali elaborazioni su informazioni prospettiche fornite da infoprovider specializzati, e tenendo conto delle peculiarità della Banca rivenienti da un'analisi delle situazioni a consuntivo rispetto ai dati di sistema.

Ai fini della stima, si è tenuto conto dei requisiti patrimoniali richiesti dall'Autorità di Vigilanza alla Banca.

- Tasso di attualizzazione (ke): 14,47%, in assenza di proiezioni di medio-lungo termine sviluppate dal management della Banca, comprendente un premio aggiuntivo legato al maggior rendimento richiesto dal mercato per le società di piccole/medie dimensioni, come rilevato da infoprovider terzi (Fonte: Kroll Size Premium 2024) e un premio per il rischio specifico che riflette l'aleatorietà insita nelle proiezioni elaborate dal management per il 2025;
- Tasso di crescita (g): 2% allineato al livello target di inflazione previsto dalla BCE;
- TIER 1 ratio target e TC ratio target pari a quelli ultimi raccomandati dalla Banca d'Italia a seguito dello SREP, considerando un incremento aggiuntivo di 1%, adeguato a preservare la disponibilità di riserve sufficienti a superare situazioni di stress; è stata, inoltre, considerata in aggiunta la riserva SyRB dell'1,0%, recentemente introdotta dalla Banca d'Italia con l'obiettivo di creare una riserva in grado di assorbire le conseguenze economiche di eventi inattesi;

- TV: stimato impiegando un flusso normalizzato ottenuto in base alla situazione a fine periodo di previsione rettificata, un TIER 1 ratio target obiettivo di lungo termine e le rettifiche di valutazione (i.e. assorbimento di capitale).

Ai fini della determinazione di un intervallo affidabile di valori, sono state condotte due *sensitivity analysis* (analisi di sensibilità) al fine di verificare le variazioni dei valori ottenuti rispetto ad alcuni parametri chiave utilizzati nel processo valutativo.

La prima analisi di sensibilità, condotta stressando (+/- 50 *basis point*) i parametri Ke e g, ha determinato il seguente intervallo di valori:

- min = 73,7 milioni di euro
- max = 77,0 milioni di euro

che divisi per il numero delle azioni in circolazione danno una forbice del prezzo di riferimento compresa tra 133,60 e 139,60 euro.

La seconda analisi di sensibilità, condotta stressando i parametri Ke (+/- 50 *basis point*) e TIER 1 ratio (+/- 50 *basis point*), ha determinato il seguente intervallo di valori:

- min = 71,8 milioni di euro
- max = 79,0 milioni di euro

che divisi per il numero delle azioni in circolazione danno una forbice del prezzo di riferimento compreso tra 130,20 e 143,20 euro.

Archè Srl ha confrontato le stime di valore ottenute con il metodo di valutazione principale del *Dividend Discount Model*, con le valutazioni effettuate applicando:

- il metodo dei Multipli di Borsa, selezionando un campione di entità bancarie quotate nella Borsa Valori, da cui è emerso un valore delle azioni compreso tra 99 ed Euro 114,50; tale metodo fornisce un contributo informativo a supporto delle considerazioni del Consiglio di Amministrazione nella definizione del valore per azione anche se si rileva, tuttavia, che nel caso di specie il campione presenta un discreto grado di differenziazione rispetto a certi parametri di comparazione con la Banca, tra cui la dimensione e il rischio sistematico;
- i multipli impliciti nei prezzi delle azioni scambiate sul mercato Vorvel, da cui è emerso un valore delle azioni compreso tra 81,00 ed Euro 84,90 sul campione "allargato" che considera l'insieme delle società quotate sul mercato Vorvel con un certo periodo di osservazione; mentre sul campione delle Banche Popolari con azioni scambiate sul mercato Vorvel il metodo dei multipli ha fornito un valore delle azioni compreso tra 71 ed Euro 71,40.

Il mercato Vorvel è un sistema multilaterale di scambio con un proprio regolamento e aperto a diversi ma selezionati operatori, che presenta tuttavia limiti dimensionali tali per cui i bassi volumi di scambi potrebbero esprimere quotazioni che non riflettono adeguatamente il reale valore delle azioni negoziate, soprattutto in un'ottica di investimento strategico di lungo periodo.

Risulta opportuno ricordare che la Policy prevede che il Prezzo di Riferimento debba essere definito sulla base dell'applicazione del DDM, attribuendo agli altri metodi una mera valenza informativa. Tenuto conto del contesto macroeconomico di incertezza e dei risultati forniti dai metodi di valutazione basati sui Multipli di Mercato, si ritiene condivisibile l'indicazione dell'esperto di collocarsi sul valore minimo all'interno dell'intervallo individuato, anche in considerazione degli scambi osservati sul mercato Vorvel del titolo Banca Popolare di Fondi.

La scrivente Funzione ritiene che la metodologia per la determinazione dell'intervallo dei valori attribuibili al "Prezzo teorico di riferimento" utilizzata dall'esperto incaricato (Archè srl) sia conforme alle previsioni legislative e statutarie, e coerente con la consistenza patrimoniale e le prospettive reddituali della Banca nonché con la congiuntura economica e volatilità dei mercati attualmente in corso. In particolare:

- la metodologia tiene in considerazione quanto previsto dallo Statuto Sociale, ovvero che nella valutazione si tenga conto della consistenza patrimoniale della Società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni;
- la metodologia risulta conforme alle disposizioni dell'art. 2437-ter del Codice Civile, che prevede, per le società azionarie non quotate in mercati regolamentati, che in caso di recesso del socio *"Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni"*;
- la determinazione del Prezzo di Riferimento è basata su una metodologia consolidata nella teoria economico-aziendale e nella prassi professionale relativa al settore bancario (*Dividend Discount Model*);
- la metodologia garantisce nel tempo continuità valutativa.

Nello specifico, l'esperto in materia di valutazione d'azienda, utilizzando la metodologia prevista nella Policy, determina un intervallo di valori attribuibili al "Prezzo teorico di riferimento" che permette al Consiglio di Amministrazione della Banca di addivenire alla formulazione della proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci.

Il criterio di determinazione del prezzo di rimborso avviene su base mensile secondo la seguente formula:

Prezzo delle Azioni = Media (PAste6m; PR)

Dove:

PAste6m = media aritmetica semplice dei prezzi registrati sul sistema multilaterale di negoziazione Vorvel per le singole aste settimanali dei sei mesi antecedenti il calcolo (mensile);

PR = "Prezzo di Riferimento" approvato annualmente dall'Assemblea ordinaria su proposta degli Amministratori, sentito il Collegio Sindacale.

Pertanto, il valore di rimborso delle Azioni viene calcolato per ciascun mese pari alla media aritmetica semplice tra il Prezzo di Riferimento e la media aritmetica semplice dei prezzi registrati su Vorvel per le singole aste settimanali dei sei mesi antecedenti la data di riferimento del calcolo (incluso il mese della stessa data di riferimento).

Considerando che la metodologia di calcolo è espressione della “Policy per la procedura di determinazione del valore delle azioni ai sensi dell’art. 7 dello Statuto Sociale”, occorre tenere presenti i seguenti due fattori:

1. Analisi degli eventuali scostamenti dei dati a consuntivo rispetto a quelli ipotizzati nelle precedenti valutazioni

Alcune grandezze considerate nella metodologia di calcolo prevista nella policy e utilizzata da Archè srl per la determinazione dell’intervallo di valori attribuibili al “Prezzo teorico di riferimento” tengono in considerazione la migliore stima sull’evoluzione futura del business della banca stessa (orizzonte temporale 2025).

Generalmente, le previsioni relative agli esercizi 2023 e 2024 sono risultati convergenti rispetto al consuntivo; è quindi prevedibile che anche i dati previsionali sull’evoluzione economica della Banca vengano rispettati, come negli ultimi due anni, fermo restando che qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza.

Infatti, a causa dell’aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell’accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti tra dati consuntivi e dati preventivati potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell’ambito delle assunzioni di carattere generale e ipotetico si manifestassero.

Il grado di incertezza risulta più marcato alla luce degli eventi che si stanno verificando a livello mondiale, con particolare riferimento al contesto geopolitico (il perdurare della crisi russo-ucraina e mediorientale), alle tensioni tra Stati Uniti d'America e diversi altri partner occidentali ed alla possibile introduzione di dazi con conseguenze sul sistema economico nazionale, all’andamento dell’inflazione ed alle decisioni di politica monetaria della BCE, il cui impatto potrebbe riflettersi sull’andamento delle principali variabili economico-finanziarie del sistema finanziario nel suo complesso.

Nella consapevolezza del grado di sensibilità di una stima di valore rispetto ai dati previsionali utilizzati alla base del processo valutativo, la prassi professionale fornisce alcune modalità e tecniche per calmierare l’incertezza insita in tali informazioni. A tal fine sono stati aggiunti da Archè srl nella stima del costo del capitale, e in linea con la prassi valutativa:

- un premio aggiuntivo legato al maggior rendimento richiesto dal mercato per le società di piccole/medie dimensioni, come rilevato da infoprovider terzi;
- un premio per il rischio specifico (SP) che riflette l'aleatorietà insita nelle proiezioni elaborate dal management.

2. Osservazione degli scambi sul mercato Vorvel del titolo Banca Popolare di Fondi

Nel periodo gennaio '24- gennaio '25 il prezzo medio del titolo Banca Popolare di Fondi, sul mercato Vorvel, è stato di 62,52. Dal prezzo di inizio quotazione ad oggi, si è registrato un decremento del -37,8% circa, passando da Euro 98,00 a Euro 61,00, inferiore rispetto a quanto determinato da Archè secondo il metodo DDM. L' illiquidità del mercato si riflette nei bassi volumi di scambio del titolo.

Al riguardo, è opportuno sottolineare che -come sopra indicato- il mercato Vorvel, nonostante rappresenti un mercato con un proprio regolamento e aperto a diversi ma selezionati operatori, presenta limiti dimensionali tali per cui i bassi volumi di scambi potrebbero esprimere quotazioni che non riflettono adeguatamente il reale valore delle azioni negoziate e rendere il titolo scarsamente liquidabile. Per tale motivo i prezzi potrebbero non riflettere adeguatamente il valore delle azioni della Banca.

Si ritiene, a conclusione delle analisi, che la metodologia di determinazione del valore delle Azioni rifletta adeguatamente, oltre che la consistenza patrimoniale relativa anche alle riserve patrimoniali, le prospettive reddituali della Banca e la circostanza che le Azioni sono negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione, in quanto il criterio di determinazione del valore aziendale tiene in debita considerazione il corso dei titoli rilevato, tempo per tempo, su Vorvel.

Chief Risk Officer

