

**Relazione sulla “Metodologia per la
determinazione del valore di rimborso delle azioni della Banca Popolare di Fondi
(aderente alla piattaforma multilaterale di scambio “HI- MTF”)
*Documento elaborato dal Risk Management***

Oggetto della relazione: Metodologia per la determinazione del valore di rimborso delle azioni della Banca Popolare di Fondi

Destinatari della relazione: Presidente del Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale, Direttore Generale, Vice Direttori Generali, Responsabile Internal Auditing, Responsabile Compliance, Responsabile Pianificazione e Controllo di Gestione

Data della relazione: 9 aprile 2021

La presente relazione fornisce una valutazione della scrivente Funzione in merito alla metodologia per la determinazione del valore rimborso (prezzo teorico di trasferimento) delle azioni della Banca Popolare di Fondi, negoziate da giugno 2018, sul segmento "Order driven – azionario" del sistema multilaterale di negoziazione gestito da Hi-Mtf Sim spa.

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 la Funzione Risk Management fornisca una relazione in merito alla metodologia utilizzata, così come indicato anche nella comunicazione 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 ("DDM").

Tale metodologia conduce a determinare il valore della Banca sulla base dei flussi di cassa prospettici potenzialmente distribuibili agli azionisti. 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, nel rispetto dei limiti di patrimonializzazione previsti;
- 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 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;

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} = dividendo distribuibile in perpetuity;

Ke = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio;

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

La valutazione della società Archè srl, sulla base dei dati consuntivi a fine 2020 e delle proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2021-2023, così come approvate dal CdA del 10 marzo 2021, considerando:

- Tasso di attualizzazione (ke): 11,31%, coerentemente a quanto indicato dalla Policy della Banca, è stato aggiunto al ke uno *Specific Risk Premium* pari al 2,0%, ovvero un premio di rischio aggiuntivo espressivo del rischio di *execution* dei valori previsionali alla luce della congiuntura economica e volatilità dei mercati attualmente in corso.
- Tasso di crescita (g): 0%
- CET 1 target ratio: 9,90%, rispetto alle indicazioni riportate nella lettera SREP per il 2019, è stato aggiunto P2G dello 0,5%, adeguato a preservare la disponibilità di riserve sufficienti a superare situazioni di stress;
- TCR target ratio: 12,25%, rispetto alle indicazioni riportate nella lettera SREP per il 2019, è stato aggiunto P2G dello 0,5%, adeguato a preservare la disponibilità di riserve sufficienti a superare situazioni di stress.

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.

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

- min = 61,2 milioni di euro
- max = 64,8 milioni di euro
- che divisi per 556.263 azioni in circolazione danno una forbice del prezzo di riferimento compreso tra 110,00 e 116,60 euro.

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

- min = 57,3 milioni di euro
- max = 68,6 milioni di euro
- che divisi per 556.263 azioni danno una forbice del prezzo di riferimento compreso tra 103,00 e 123,30 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 sulla base di alcuni driver di valore principali coerenti con quelli della Banca. Ne emerso un valore delle azioni compreso tra 48,7 e 52,4; tale metodo fornisce un contributo informativo a supporto delle considerazioni del Consiglio di Amministrazione nella definizione del valore per azione anche se il campione presenta delle differenze nei parametri di comparazione rispetto alla Banca Popolare di Fondi (per struttura societaria, radicamento territoriale e dimensione patrimoniale);
- i multipli impliciti nei prezzi delle azioni scambiate sul mercato Hi-Mtf. Ne emerso un valore delle azioni compreso tra 74,1 e 78,1 sul campione che considera l'insieme delle società quotate sul mercato Hi-Mtf con un certo periodo di osservazioni e la disponibilità di dati riferiti al 31 dicembre; mentre sul campione delle Banche Popolari con azioni scambiate sul mercato Hi-Mtf, il metodo dei multipli ha fornito un valore delle azioni compreso tra 62,8 e 63,3. Il mercato Hi-Mtf, 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. Per tale motivo i prezzi potrebbero non riflettere adeguatamente il valore delle azioni della Banca

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 straordinaria 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 Hi-MTF del titolo Banca Popolare di Fondi, negli ultimi 12 mesi (feb 2020 – feb 2021) in cui il prezzo medio è stato di 83,97. Pertanto la forbice di prezzo determinata da Archè srl per supportare la decisione del Consiglio di Amministrazione sulla proposta del prezzo teorico di riferimento è maggiore rispetto a quanto riscontrato nel passato.

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 validamente definita in quanto tiene conto, delle previsioni legislative e statutarie, della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della Banca nonché della 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 non si potrà non tener conto delle "riserve patrimoniali risultanti dal bilancio". Tuttavia pur legandolo al concetto di patrimonio netto, le previsioni statutarie non possono essere intese nel senso di ritenere che il prezzo delle azioni debba essere la risultante di un mero calcolo patrimoniale;
- la metodologia tiene conto dell'evoluzione della normativa civilistica (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.

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 permetta 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:

PR = "Prezzo di Riferimento" determinato annualmente dall'Assemblea ordinaria su proposta del Consiglio di Amministrazione, sentito il Collegio Sindacale;

PAste6m = media aritmetica semplice dei prezzi registrati su Hi-Mtf per le singole aste settimanali dei sei mesi antecedenti il calcolo (mensile). In caso di mancata determinazione del prezzo in una delle aste settimanali, si considera per tale asta il prezzo dell'ultima asta per cui esso è disponibile.

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 Hi-Mtf per le singole aste settimanali dei sei mesi antecedenti la data di riferimento del calcolo (incluso il mese della stessa data di riferimento).

Si ritiene che la metodologia di determinazione del prezzo delle Azioni rifletta adeguatamente oltre alla consistenza patrimoniale – quindi anche delle riserve patrimoniali – le prospettive reddituali della Banca e la circostanza che le Azioni sono trattate su un sistema multilaterale di negoziazione Hi-Mtf, fa sì che il criterio di determinazione del valore aziendale tenga in debita considerazione il corso dei titoli rilevato, tempo per tempo, sull'Hi-MTF.

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”, la sua validità non può non considerare i seguenti due fattori:

1. Analisi degli eventuali scostamenti dei dati a consuntivo rispetto a quelli ipotizzati nei piani industriali

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” e analizzate a consuntivo, mostrano una sostanziale convergenza o scostamenti migliorativi rispetto alle previsioni del piano strategico 2018-2020.

È auspicabile quindi che i dati previsionali sull’evoluzione economica della Banca a medio e lungo termine (2021-2023) recentemente predisposti e approvati dal CdA vengano rispettati, come nel precedente triennio. Fermo restando che qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza, soprattutto alla luce dell’emergenza sanitaria legata al Covid-19.

2. Osservazione degli scambi sul mercato Hi-MTF del titolo Banca Popolare di Fondi

Negli ultimi 12 mesi (feb 2020 – feb 2021) il prezzo medio del titolo Banca Popolare di Fondi, sul mercato Hi-MTF, è stato di 83,97. Pertanto, la forbice di prezzo determinata da Archè srl per supportare la decisione del Consiglio di Amministrazione sulla proposta del “Prezzo di riferimento” risulta maggiore rispetto a quanto riscontrato nel passato. Tuttavia, è opportuno sottolineare che il mercato Hi-Mtf, 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. Per tale motivo i prezzi potrebbero non riflettere adeguatamente il valore delle azioni della Banca.

Funzione di Risk Management

