

Egredi Soci,

si fa riferimento alla convocazione dell'Assemblea ordinaria e straordinaria per i giorni 25 e 26 novembre 2016 per discutere e deliberare, tra l'altro, in merito alla proposta di trasformazione di Banca Popolare dell'Alto Adige soc.coop.pa ("La Banca") in Società per Azioni.

Con la relazione del Consiglio di amministrazione pubblicata in data 21 ottobre 2016, sono stati illustrati, tra l'altro, le proposte relative alla modifica dello statuto sociale conseguenti alla trasformazione e coerenti con la nuova forma giuridica della banca come società per azioni e il conseguente sorgere del diritto di recesso in capo ai soci che non abbiano concorso alla delibera di trasformazione.

Con la presente relazione si illustrano le determinazioni relative al valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso e quelle circa l'eventuale esercizio della facoltà di limitare in tutto o in parte il rimborso di tali azioni con fondi propri della Banca, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 5, cod. civ..

Il Consiglio di amministrazione della Banca, anche con il supporto di advisor indipendenti, ha determinato il valore di liquidazione delle azioni della Banca oggetto di recesso in Euro 12,10 per ciascuna azione BPAA.

## **A. DIRITTO DI RECESSO**

### **1. Premessa**

Si ricorda che la deliberazione di trasformazione determinerà il sorgere del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. b), cod. civ., in capo agli azionisti che non avranno concorso all'assunzione della stessa, ossia ai soci assenti, contrari o astenuti. Le azioni possedute per le quali è esercitato il diritto di recesso devono essere depositate presso la sede sociale (art. 2437-bis cod. civ.).

Il recesso deve essere esercitato mediante apposita comunicazione alla Banca nella forma della lettera raccomandata con ricevuta di ritorno, da spedirsi entro 15 giorni dal giorno dell'iscrizione della delibera di trasformazione nel Registro delle Imprese; tale data sarà comunicata agli azionisti mediante comunicato stampa e avviso pubblicato sul quotidiano "MF".

La comunicazione alla società deve indicare le generalità dell'azionista recedente, il domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento e il numero delle azioni per le quali l'azionista intende recedere.

Gli amministratori devono offrire in opzione le azioni per cui è stato esercitato il diritto di recesso agli altri azionisti in proporzione al numero delle azioni possedute. L'offerta in opzione deve essere depositata dalla Banca presso il Registro delle Imprese.

Per l'esercizio del diritto di opzione sarà concesso un termine non inferiore a 30 giorni dal deposito dell'offerta, reso noto mediante comunicato stampa e avviso pubblicato sul quotidiano "MF".

A coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, è riconosciuto un diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni rimaste inoperte (art 2437-quater, commi 2 e 3, cod. civ.).

Qualora le azioni degli azionisti recedenti non siano state acquistate, in tutto o in parte, dagli altri azionisti, le stesse potranno essere collocate presso terzi che ne facciano richiesta (art 2437-quater, comma 4, cod. civ.).

In caso di mancato collocamento delle azioni oggetto di recesso nell'ambito delle procedure sopra descritte, l'art. 2437-quater cod. civ. prevede il rimborso mediante acquisto da parte dell'emittente.

Il valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso è stato determinato dal Consiglio di amministrazione secondo quanto previsto dall'art. 2437-ter, comma 2, cod. civ., vale a dire (i) "sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti" e (ii) "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni".



## 2. Limitazione ovvero esclusione del rimborso delle azioni oggetto di recesso

### 2.1 I limiti al rimborso previsti dalla riforma delle banche popolari

La riforma delle popolari (D.L. 24 gennaio 2015 n. 3, come convertito con modificazioni dalla L. 24 marzo 2015 n. 33) ha introdotto, tra l'altro, un nuovo comma 2-ter dell'art. 28 del TUB, in forza del quale:

- *“nelle banche popolari [...] il diritto di rimborso delle azioni nel caso di recesso, anche a seguito di trasformazione, morte o esclusione del socio, è limitato secondo quanto previsto dalla Banca d'Italia, anche in deroga a norme di legge, laddove ciò sia necessario ad assicurare la computabilità delle azioni nel patrimonio di vigilanza di qualità primaria della banca. Agli stessi fini, la Banca d'Italia può limitare il diritto di rimborso degli altri strumenti di capitale emessi”.*

Banca d'Italia ha recepito tali disposizioni modificando il Capitolo 4 della Parte Terza, Sezione III della Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 disponendo che:

- *“Lo statuto della banca popolare e della banca di credito cooperativo attribuisce all'organo con funzione di supervisione strategica, su proposta dell'organo con funzione di gestione, sentito l'organo con funzione di controllo, la facoltà di limitare o rinviare, in tutto o in parte e senza limiti di tempo, il rimborso delle azioni e degli altri strumenti di capitale del socio uscente per recesso (anche in caso di trasformazione), esclusione o morte, secondo quanto previsto dalla disciplina prudenziale applicabile. Tale facoltà è attribuita, ai sensi dell'articolo 28, comma 2-ter, TUB anche in deroga alle disposizioni del codice civile in materia e ad altre norme di legge”.*

La Banca ha conseguentemente modificato il proprio statuto, che all'articolo 10, comma 3-bis, prevede:

- *“Il Consiglio di amministrazione determina, a norma di legge e di statuto, il prezzo di rimborso delle azioni per i casi di scioglimento del rapporto sociale stabiliti dalla legge e dallo statuto. Anche in deroga a quanto previsto da altre disposizioni dello statuto, alle disposizioni del Cod.Civ. in materia e alle altre norme di legge e fermi restando, ove previste, le autorizzazioni delle Autorità di Vigilanza, il Consiglio di amministrazione, e sentito il Collegio sindacale, ha la facoltà di limitare o rinviare, in tutto o in parte e senza limiti di tempo, il rimborso delle azioni del socio uscente per recesso, esclusione e/o morte secondo quanto previsto dalla disciplina prudenziale applicabile. Le relative determinazioni sull'estensione del rinvio e sulla misura della limitazione del rimborso sono assunte tenendo conto della complessiva situazione prudenziale della Società, in conformità alle disposizioni della Banca d'Italia e/o delle altre Autorità di Vigilanza competenti e di volta in volta vigenti. Quanto precede si applica anche al rimborso degli altri strumenti di capitale computabili nel capitale primario di classe 1 (c.d. CET 1) ai sensi della normativa di volta in volta vigente”.*

### 2.2. I criteri di limitazione al rimborso previsti dalla disciplina prudenziale

La decisione di rimborsare trova, nella disciplina prudenziale, ed in particolare nel Regolamento delegato UE n. 241/2014 (che integra la CRR per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sui requisiti di fondi propri per gli enti) e nella Circolare di Banca d'Italia n. 285 i criteri ai quali il Consiglio deve attenersi nella valutazione della limitazione del rimborso.

Il citato regolamento 241/2014 <sup>(1)</sup>, prevede che “la capacità dell'ente di limitare il rimborso conformemente alle disposizioni che regolano gli strumenti di capitale di cui all'art. 29, paragrafo 2, lett. b), e dell'articolo 78, paragrafo 3, del regolamento (UE) n. 575/2013, riguarda sia il diritto di rinviare il rimborso che il diritto di limitare l'importo rimborsabile. L'ente è in grado di rinviare il rimborso o di limitare l'importo rimborsabile per un periodo illimitato in conformità al paragrafo 3”.

Il citato paragrafo 3 prevede, dall'altro lato, che “L'entità dei limiti al rimborso previsti dalle disposizioni che regolano gli strumenti è determinata dall'ente sulla base della sua situazione

---

<sup>(1)</sup> Regolamento Delegato (UE) 241/2014 della Commissione del 7 gennaio 2014, art. 10, paragrafo 2..



prudenziale in qualsiasi momento, considerando in particolare, ma non esclusivamente, i seguenti elementi:

- la situazione complessiva dell'ente in termini finanziari, di liquidità e di solvibilità;
- l'importo del capitale primario di classe 1, del capitale di classe 1 e del capitale totale rispetto all'importo complessivo dell'esposizione al rischio calcolato conformemente ai requisiti fissati all'articolo 92, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) n. 575/2013, agli specifici requisiti di fondi propri di cui all'articolo 104, paragrafo 1, lettera a), della direttiva 2013/36/UE, e al requisito combinato di riserva di capitale ai sensi dell'articolo 128, punto 6, della stessa direttiva" (2).

La Circolare di Banca d'Italia n. 285 riprende tali disposizioni prevedendo che l'Organo con funzione di supervisione strategica assume le proprie determinazioni sull'estensione del rinvio e sulla misura della limitazione del rimborso delle azioni e degli altri strumenti di capitale tenendo conto della situazione prudenziale della banca. In particolare, ai fini della decisione l'Organo valuta:

- la complessiva situazione finanziaria, di liquidità e di solvibilità della banca o del gruppo bancario;
- l'importo del capitale primario di classe 1, del capitale di classe 1 e del capitale totale in rapporto ai requisiti previsti dall'art. 92 del CRR, ai requisiti specifici di fondi propri ed al requisito combinato di riserva di capitale ai sensi della Circolare di Banca d'Italia n. 285.

Alla luce di quanto sopra, premesso che, una determinazione definitiva circa il rinvio o limitazione del rimborso può essere consapevolmente assunta solo successivamente alla trasformazione, una volta nota l'entità del capitale facente capo ai soci recedenti, il Consiglio di amministrazione ha ritenuto che, nella fase antecedente alla trasformazione, fosse opportuno rendere nota ai soci ogni informazione utile al fine di consentire agli stessi un esercizio il più possibile consapevole del diritto di recesso, procedendo pertanto a rappresentare alcune considerazioni preliminari circa i criteri che saranno adottati nella determinazione definitiva circa la limitazione, in tutto o in parte, del rimborso delle azioni oggetto di recesso.

Sempre con tale finalità, il Consiglio ha anche approfondito i profili giuridici connessi con tale determinazione.

Le considerazioni qui rappresentate si inseriscono pertanto in un quadro giuridico in cui la valutazione circa la possibile distribuzione di capitale non può prescindere, e deve essere basata, sulla valutazione di tutti gli elementi previsti dalle disposizioni applicabili.

Il Consiglio ha esaminato la complessiva situazione finanziaria, di liquidità e di solvibilità della Banca che evidenzia, al 30 giugno 2016 requisiti prudenziali di Total Capital Ratio superiori a quelli minimi fissati in ambito SREP. Tuttavia, tali valori vanno collocati nel contesto di valutazione complessiva richiamata dalla norma, nonché di medio e lungo periodo, pertanto comprensivo di tutti i rischi – di primo e di secondo pilastro – attuali e prospettici a cui la Banca è attualmente esposta, nonché tenuto conto di tutti i possibili impatti sui requisiti stessi derivanti dagli elementi identificati nei punti precedenti.

Il Total Capital Ratio di riferimento è il valore risultante al 30 giugno 2016, determinato sulla base della relazione finanziaria semestrale, assoggettata a revisione contabile limitata.

La situazione semestrale al 30 giugno 2016, approvata dal Consiglio il 2 settembre 2016, include, tra l'altro, alcuni effetti significativi sulla dotazione patrimoniale:

- l'aumento di capitale, completato nel mese di gennaio 2016 per 95 milioni e che è stato considerato, nello sviluppo del Piano industriale 2016-2020, approvato in data 5 febbraio 2016, strutturalmente necessario alla realizzazione degli obiettivi prefissati;
- una perdita pari a 27,4 mln, riconducibile, tra l'altro, al recepimento delle considerazioni emerse in sede ispettiva relativamente alle rettifiche di valore su crediti.

Alla data del 30 giugno 2016 i requisiti prudenziali, confrontati con il dato di fine 2015 e con i limiti previsti in ambito SREP evidenziano i seguenti valori:

---

(2) Regolamento Delegato (UE) 241/2014 della Commissione del 7 gennaio 2014, art. 10, paragrafo 3.



Requisiti prudenziali applicabili	SREP	31.12.2015	30.06.2016
CET 1 Ratio	7,00%	11,18%	11,25%
TIER 1 Ratio	8,50%	11,18%	11,25%
Total Capital Ratio	10,50%	11,18%	11,25%

Si segnala che per la Banca il CET 1 valore coincide con il valore del Total Capital Ratio, in quanto essa non detiene strumenti di Additional TIER 1 né di TIER 2. Pertanto la soglia a cui fare riferimento nella valutazione di adeguatezza patrimoniale della Banca è quella relativa al Total Capital Ratio.

Si ritiene che gli attuali livelli di patrimonializzazione debbano essere valutati alla luce delle considerazioni al momento ragionevolmente sostenibili medio termine. Al fine di identificare alcune grandezze in grado di esprimere il fabbisogno di patrimonializzazione attuale e prospettico adeguato, si è fatto riferimento al CET 1 Ratio medio delle banche italiane sottoposte agli stress test EBA 2016, che esprime il livello di patrimonializzazione primario espresso dalle Banche italiane rientranti nel perimetro della vigilanza diretta della BCE.

L'obiettivo dello stress test 2016 è di analizzare come la posizione patrimoniale di una banca si sviluppa, partendo dai dati di fine 2015, su un periodo di tre anni fino al 2018, sia adottando una ipotesi di scenario "base" sia una ipotesi di scenario "avverso". L'utilizzo del CET 1 Ratio medio delle banche sottoposte allo stress test 2016 è supportato dalle seguenti considerazioni:

- la crescente attenzione delle Autorità di vigilanza al mantenimento, da parte delle Banche, di livelli di patrimonializzazione sempre più elevati (da dicembre 2015 a giugno 2016 il CET 1 *fully loaded* delle banche quotate italiane è passato dal 11,95% al 12,25%);
- i livelli di patrimonializzazione delle banche sottoposte agli stress test, a loro volta conseguenza delle indicazioni della vigilanza europea, si pongono come valori di riferimento per tutto il sistema bancario.

Alla luce di quanto precede, il valore preso a riferimento è il dato di CET 1 Ratio *fully loaded* relativo alla baseline 2018, come comunicata da BCE all'esito degli stress test condotti nel 2016, che risulta pari al 12,83%.

In linea con quanto richiesto dalle disposizioni, sono stati analizzati gli altri fattori che possono condizionare in modo apprezzabile la complessiva situazione aziendale, tra cui sono stati identificati i seguenti aspetti:

- la necessità di un prudente appezzamento delle soglie minime SREP fissate dall'Organo di Vigilanza, tenuto conto del contesto e del momento in cui tale determinazione è stata perfezionata;
- l'inclusione degli impatti conseguenti alle decisioni assunte e da assumere al fine di sviluppare le azioni di rafforzamento della redditività e mantenimento di adeguati livelli di qualità del credito;
- l'inclusione degli effetti derivanti dall'evoluzione della normativa prudenziale così come prospettata dagli Organi di Vigilanza;
- gli impatti relativi all'attuale contesto di mercato, caratterizzato da significativa incertezza nonché la valutazione circa gli effetti che possibili shock di mercato possono comportare.

#### Prudente apprezzamento delle soglie minime SREP

In primo luogo, una adeguata valutazione delle soglie di patrimonializzazione fissate dall'Organo di Vigilanza alla fine del 2015 deve tenere conto della evoluzione del quadro prudenziale intervenuta successivamente, che ha comportato una progressiva e crescente attenzione ad adeguati livelli di patrimonializzazione. La crescita dei volumi nel bilancio al 31 dicembre 2015, il complessivo sviluppo dell'attività ha comportato una riduzione dei livelli di patrimonializzazione



rispetto a quelli in essere al momento della comunicazione SREP, richiedendo pertanto un apprezzamento prudente dei limiti fissati nel citato provvedimento SREP.

#### Impatti derivanti dal rafforzamento della redditività e qualità del credito

Nell'attuale fase di mercato assume particolare rilevanza un adeguato presidio sulla qualità del credito. Adeguati presidi comportano, tra l'altro, potenziali impatti sui requisiti prudenziali. Gli interventi di rafforzamento dei presidi a fronte del rischio di credito e di controparte, del sistema dei controlli interni, del rischio di liquidità e della capacità di *funding* sono oggetto di costante attenzione da parte dell'Autorità di Vigilanza e sono oggetto di misurazione nell'ambito ICAAP. Tali profili di attenzione rendono un eventuale rimborso in sede di recesso potenzialmente in grado di indebolire l'adeguatezza patrimoniale, con conseguenti effetti sulla valutazione svolta dall'Organo di Vigilanza in ambito SREP.

#### Effetti derivanti dall'evoluzione della normativa prudenziale

L'evoluzione della normativa prudenziale interessa anche i criteri di misurazione dell'adeguatezza patrimoniale ed in particolare gli obiettivi di TSCR ("requirements") e di OCR ("guidelines") fissati ai fini prudenziali anche in relazione ai recenti orientamenti espressi dagli organi di supervisione. Coerentemente con tale impostazione, lo stress test 2016 per la prima volta ha identificato due livelli di Pillar 2, che vanno distinti tra:

- requisiti di capitale di Pillar 2 ("Pillar 2 requirements"), relativi a quei rischi che non sono coperti o non sufficientemente coperti dal Pillar 1 e dai buffer di capitale e
- linee guida di Pillar 2 ("*Pillar 2 capital guidance*"), relativi a tutte quelle fattispecie non coperte dai requisiti di capitale di Pillar 2.

I requisiti di capitale di Pillar 2 sono vincolanti, e il mancato rispetto può avere dirette conseguenze sull'istituto. Le linee guida di Pillar 2 non sono direttamente vincolanti, ed il mancato rispetto non comporta l'attivazione automatica delle azioni restrittive. Tuttavia, BCE si aspetta che le banche soddisfino anche le linee guida Pillar 2.

In particolare, livelli di patrimonializzazione inferiori alle soglie OCR possono condizionare la valutazione degli Organi di Vigilanza circa la solidità patrimoniale e la capacità della Banca di fronteggiare specifiche condizioni di mercato in condizioni di particolare stress ovvero di sostenere specifiche operazioni di carattere strategico.

Il richiamo di BCE circa l'utilizzo degli esiti dello stress test 2016 al fine di valutare la capacità di ciascuna banca di rispettare sia i requisiti ("requirements") sia gli orientamenti ("guidelines"), impone particolare prudenza nella valutazione della sussistenza di capitale rimborsabile ai soci recedenti.

La CRD prevede che, qualora la banca non rispetti i requisiti di capitale prefissati in modo continuativo, l'autorità di vigilanza deve, ovvero può, a seconda delle condizioni, adottare misure specifiche di intervento, in grado di vincolare ovvero restringere significativamente l'autonomia della banca.

Inoltre, tenuto conto che la CRD assegna ai supervisori uno spettro di poteri in caso di situazione di continuità aziendale ("*going concern*"), il mancato rispetto, da parte di un istituto, del livello di riserva combinata ha come minimo l'applicazione delle misure di conservazione del capitale della Sezione III del Titolo VII della CRD. Le autorità competenti possono adottare misure di supervisione anche prima che sia violata la riserva combinata.

Nel quadro normativo attuale una eventuale distribuzione di capitale in sede di rimborso potrebbe comportare una riduzione dei livelli di patrimonializzazione verso la soglia minima, al di sotto della quale si renderebbero necessari interventi specifici di ricapitalizzazione e rafforzamento patrimoniale, con rischi aggiuntivi di attivazione di altre misure restrittive da parte dell'Organo di Vigilanza.

#### Effetti derivanti dalle prassi di supervisione



Tra le prassi che gli Organi di Vigilanza stanno progressivamente consolidando presso il settore bancario rilevano, in primo luogo, gli esercizi di *Asset Quality Review* (AQR) svolti sulle banche italiane, ad esito dei quali BCE ha richiesto, tra l'altro, interventi sui processi di classificazione e di valutazione del credito che, ancorché coerenti con quanto previsto dai principi contabili internazionali, sono risultati più prudenti rispetto a quelli fino ad allora utilizzati.

Tali esercizi hanno comportato la riduzione ovvero eliminazione del preesistente disallineamento tra le valutazioni effettuate ai fini di bilancio e i parametri valutativi utilizzati ai fini prudenziali nell'ambito del citato esercizio ("*ECB thresholds*").

È ragionevole ritenere che questa impostazione, adottata per l'intero segmento delle entità vigilate da BCE, costituirà progressivamente il criterio di riferimento anche per le banche non vigilate.

La convergenza delle prassi di vigilanza nazionali verso l'impostazione adottata da BCE, già emersa nello svolgimento dell'attività ispettiva, è stata confermata da ultimo con comunicato BCE del 3 novembre 2016, nel quale ha la stessa ha comunicato l'avvio di una consultazione circa un progetto finalizzato ad armonizzare le modalità di vigilanza adottate dalle Autorità nazionali con quelle adottate da BCE.

Tali orientamenti, tra cui assumono particolare rilievo gli obiettivi di copertura dei crediti deteriorati, al momento espressi direttamente nei confronti degli istituti vigilati, costituiscono non di meno indirizzi destinati ed orientati progressivamente all'intero sistema bancario.

In aggiunta ai fattori di valutazione sopra evidenziati, il Consiglio ha identificato ulteriori elementi di incertezza, attualmente non quantificabili, i quali tuttavia potranno avere effetti, potenzialmente significativi, sui livelli di patrimonializzazione:

- impatti derivanti dall'applicazione dello IFRS 9, tra cui le nuove disposizioni in materia di determinazione delle rettifiche di valore su posizioni in bonis nonché gli effetti sulla redditività derivanti dal modificato trattamento contabile;
- impatti derivanti dalla prospettata revisione dell'approccio standardizzato per la misurazione del rischio di credito (Basel Committee Consultative Document – Revisions to the Standardized Approach);
- impatti derivanti dall'applicazione del nuovo indicatore MREL.

I profili di rischio ed incertezza individuati sono sia specifici all'evoluzione del mercato di riferimento in cui opera la Banca, sia connessi con l'attuale contesto sistemico.

L'evoluzione del quadro di riferimento, anche come sopra evidenziato, al momento non consente, di individuare fattori di alleggerimento da consentire una riduzione dell'atteggiamento necessariamente prudente richiesto al Consiglio nella valutazione della possibilità di procedere ad un effettivo rimborso.


Un eventuale rimborso avrebbe un effetto immediato e diretto sugli indicatori di patrimonializzazione, condizionerebbe la necessaria flessibilità patrimoniale richiesta, limiterebbe la capacità di sostenere i necessari interventi pianificati e da pianificare, anche in relazione a quanto richiesto dal contesto operativo attuale e prospettico e potrebbe comportare un indebolimento della capacità di sostenere la crescita indispensabile nell'attuale fase di mercato.

La capacità di affrontare situazioni imprevedute, sia connesse con l'emergere di situazioni di stress di mercato, sia di affrontare condizioni non previste ovvero operazioni di carattere straordinario, sarebbe intaccata da una distribuzione di capitale.

Il Consiglio, nella determinazione sull'eventuale rimborso delle azioni oggetto di recesso, terrà conto delle normali fluttuazioni del ciclo economico, delle variazioni nella composizione del capitale, nella composizione dei rischi, in primis quello di credito e delle incertezze a livello di sistema il cui manifestarsi concorrono ad individuare di livelli minimi sostenibili di Total Capital Ratio superiori a quello comunicato in ambito SREP.

Qualora, al momento della determinazione circa il rimborso, emergesse un quadro coerente con i profili di rischio individuati, il rimborso di azioni potrebbe costituire un atteggiamento contrario ai principi di prudenza e potrebbe porsi in contrasto con l'atteggiamento raccomandato dalle norme e dalle autorità. Infatti, in tal caso, la complessiva situazione aziendale risulterebbe caratterizzata





da fattori di rischio specifici, da condizioni specifiche di mercato di riferimento e da fattori macroeconomici in grado di modificare in modo significativo il livello l'adeguatezza patrimoniale della Banca e di intaccare il buffer di capitale al 30 giugno 2016.

Non si può pertanto escludere che, in tal caso, il Consiglio possa giungere alla determinazione che non sussistano le condizioni tali da consentire una distribuzione di capitale e pertanto risulti opportuno escludere integralmente e a tempo indeterminato l'utilizzo di fondi propri per il rimborso degli eventuali soci recedenti, anche alla luce dell'orizzonte temporale di medio-lungo termine nel quale la determinazione di dovrà compiere.

## B. IL VALORE DI LIQUIDAZIONE - ASPETTI PROCEDURALI E VALUTATIVI

Tenuto conto della particolare delicatezza legata alla determinazione del prezzo di recesso e alla valutazione della sua congruità, il Consiglio di amministrazione di BPAA si è avvalso della consulenza di due advisor, Studio Laghi e Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("Deloitte" e congiuntamente allo Studio Laghi gli "Advisors"), ai quali è stato affidato l'incarico di stimare un intervallo di valori all'interno del quale collocare il valore di recesso delle azioni BPAA (il "Valore di Recesso").

### 1. Metodi di valutazione

La configurazione di valore di riferimento nel caso di valutazioni ai fini del recesso è il valore intrinseco o valore fondamentale che riflettendo i benefici economici attesi dalle azioni detenute rappresenta ciò cui rinuncia l'azionista che recede. Se il valore di liquidazione coincide con il valore intrinseco, essendo quest'ultimo un prezzo che si dovrebbe formare in un mercato efficiente in senso fondamentale, non vi è trasferimento di ricchezza tra i soci. Il valore intrinseco, inoltre, deve riferirsi all'impresa "as is" e, pertanto, essere in grado di catturare tutto il valore che il socio recedente ha contribuito a formare ma al contempo essere in grado di lasciare ai soci superstiti tutti i benefici futuri che l'operazione che ha legittimato il recesso dovrebbe generare. Il valore intrinseco, quindi, deve esprimere la realtà operativa della società come è, con i propri punti di forza e di debolezza, e come è gestita al momento in cui scatta il presupposto del recesso, funzione della redditività degli "asset in place" e delle opportunità di investimento future a disposizione dell'attuale management

Inoltre, il processo di determinazione del valore di liquidazione derivante dall'esercizio del diritto di recesso connesso alla delibera di trasformazione della Banca in società per azioni deve considerare le disposizioni dettate dal Codice Civile per le società per azioni e dunque in applicazione del comma 2 dell'art. 2437-ter del Codice Civile che dispone: *"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."*

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.

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 di un intervallo del Valore di Recesso gli Advisors hanno considerato un metodo "fondamentale" che definisce il valore di una società sulla base della capacità futura della stessa di generare redditi tenuto conto anche della sua consistenza patrimoniale e delle sue caratteristiche intrinseche. Nello specifico gli amministratori con il supporto degli Advisors hanno considerato quale metodologia fondamentale il Dividend Discount Model nella variante Excess Capital la cui applicazione è una prassi condivisa nel settore bancario, nel quale la misura dei flussi di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza.

Con riferimento all'"eventuale valore di mercato" è da rilevare che BPAA non è quotata su un mercato regolamentato ma dispone di una piattaforma organizzata di scambio delle azioni. I valori di scambio su tale piattaforma non sono stati ritenuti rappresentativi di un "valore di mercato" 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.

È stata inoltre effettuata, ai soli fini rappresentativi e di raffronto con il mercato, un'analisi sull'andamento dei prezzi e multipli di borsa di un campione di banche italiane quotate. Tali





parametri, in particolare, non sono stati ritenuti dagli Advisors significativi nel caso di specie in quanto:

- vi è una perdurante volatilità dei prezzi di borsa, in particolare negli ultimi mesi relativamente al settore finanziario, derivante anche da fattori di carattere speculativo;
- anche alla luce di quanto suddetto i multipli di borsa non sono ritenuti in grado di valorizzare appieno le caratteristiche intrinseche e le specificità della Banca, i suoi punti di forza e di debolezza nonché gli obiettivi e le strategie di medio termine riflesse nel Piano;
- la Banca non prevede di ricorrere nel medio termine a fonti di approvvigionamento sul mercato dei capitali.

La scelta metodologica adottata appare ragionevole anche in considerazione del fatto che la Banca non provvederà alla liquidazione monetaria delle azioni nell'ambito dell'operazione in esame. Pertanto, lo scostamento che sussiste tra valore fondamentale e prezzi di mercato nell'attuale contesto del mercato bancario non determinerà comunque un deflusso di risorse finanziarie da parte della Banca.

### 1.1 Dividend Discount Model

Il Dividend Discount Model nella versione dell'Excess Capital ("DDM") determina il valore di un'azienda sulla base dei flussi di dividendi futuri che la stessa sarà in grado di distribuire ai suoi azionisti, senza intaccare gli assets necessari a sostenere lo sviluppo atteso e nel rispetto delle regolamentazioni sul capitale imposte dall'Autorità di Vigilanza, scontati a un tasso che esprime lo specifico rischio del capitale.

Il valore di BPAA è stato stimato attraverso il DDM, sulla base della seguente formula:

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

dove:

DIV<sub>t</sub> = flussi finanziari futuri potenzialmente 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 (ke).

VT<sub>a</sub> = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g).

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

#### a) Stima del dividendo distribuibile (DIV<sub>t</sub>)

Per la stima dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti gli Advisors hanno fatto riferimento al Piano Industriale 2017-2021 di BPAA approvato in data odierna.

I flussi distribuibili agli azionisti sono stati stimati dagli Advisors sulla base di un ratio di vigilanza obiettivo in termini di CET 1 compreso, tra l'11,0% e il 12,1% tenuto conto sia degli obiettivi della Banca in termini di RAF nel periodo 2016-2021 (11,0%) che del CET 1 ratio medio fully loaded previsto in arco piano (12,1%).

Nella definizione dei ratio di vigilanza target gli Advisors hanno anche tenuto conto dell'orientamento e delle considerazioni degli amministratori sopra descritte, per tutelare il raggiungimento degli obiettivi previsti nel Piano, di escludere il rimborso in sede di Recesso.

#### b) Tasso di attualizzazione (i)

Per l'attualizzazione dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti 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 attraverso il Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

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

dove:

$R_f$  = risk free pari al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, individuato nel rendimento medio dei Buoni del Tesoro decennali emessi dallo Stato italiano, pari all'1,6% per entrambi gli Advisors (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 1,11<sup>3</sup> per Studio Laghi e 1,22<sup>4</sup> per Deloitte, stimato sulla base del valore medio dei beta di un campione di banche quotate italiane (Fonte: Bloomberg).

$R_m - R_f$  = premio per il rischio richiesto dal mercato considerato, in linea con la prassi valutativa, pari al 6,25% per lo Studio Laghi (fonte: Damodaran) e al 5,6% (fonte: Fernandez) per Deloitte.

$\alpha$  = coefficiente di rischio addizionale. Nello specifico è stato considerato un coefficiente addizionale compreso tra l'1,0% e il 2% per lo Studio Laghi e tra l'1,0% e l'1,5% per Deloitte al fine di tener conto della rischiosità connessa al raggiungimento del Piano, che evidenzia obiettivi importanti (anche superiori ai dati attesi a livello di sistema) in termini di crescita dei volumi di raccolta e impieghi e redditività nonché in termini di rischiosità e qualità del credito.

Sulla base dei parametri sopra indicati è stato stimato attraverso il CAPM un  $k_e$  compreso tra il 9,5% e il 10,5% per lo Studio Laghi e tra il 9,4% e il 9,9% per Deloitte.

#### c) Terminal Value (VT)

Il Terminal Value è stato determinato sulla base della seguente formula:

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

dove:

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo, considerato compreso tra l'1,0% e il 2,0% per entrambi gli Advisors.

$k_e$  = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Sulla base di quanto precede gli Advisors hanno identificato i seguenti intervalli di valore.

Sintesi dei risultati – Studio Laghi	Min	Max
DDM		
Valore 100% BPAA (Euro mln)	553	748
	P/BV implicito (*) 0,67x	0,90x
	P/TBV implicito (*) 0,78x	1,05x
Valore per azione BPAA (Euro)	11,09	15,00

<sup>3</sup> Panel considerato: Banco Popolare S.C., Ubi Banca S.p.A., Banca Popolare di Milano S.C.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.C., Banca Popolare di Sondrio S.C., Piccolo Credito Valtellinese S.C., Credito Emiliano S.p.A. e Banco di Desio e della Brianza.

<sup>4</sup> Panel considerato: Banco Popolare S.C., Ubi Banca S.p.A., Banca Popolare di Milano S.C.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.C., Banca Popolare di Sondrio S.C., Piccolo Credito Valtellinese S.C. e Credito Emiliano S.p.A..



Sintesi dei risultati – Deloitte	Min	Max
DDM		
Valore 100% BPAA (Euro mln)	603	752
	P/BV implicito (*) 0,73x	0,91x
	P/TBV implicito (*) 0,83x	1,03x
Valore per azione BPAA (Euro)	12,10	15,08

(\*) Determinati considerando il patrimonio netto (BV) e il patrimonio netto tangibile (TBV) della Banca al 30 giugno 2016.

L'intervallo dei valori per azione è stato stimato dagli Advisors sulla base del rapporto tra il valore del 100% di BPAA ed un numero di azioni in circolazione alla data del 30 giugno 2016, pari a n. 49.870.974, corrispondente al numero di azioni che costituiscono il capitale. Il numero di azioni sopraindicato e preso a riferimento nelle analisi non tiene conto di n. 797.079 azioni massime che potrebbero essere assegnate agli ex azionisti di BP Marostica quale premio fedeltà<sup>5</sup>. Nell'ipotesi in cui dovesse realizzarsi l'emissione massima di azioni gratuite, i valori per azione sopra individuati si ridurrebbero di una percentuale pari all'1,6%.

## 1.2 Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne il valore.

Lo Studio Laghi ha determinato i valori di tali multipli avendo riferimento alle statistiche minimo e massimo dei valori campionari dei P/BV e dei P/TBV medi osservati nei dodici mesi antecedenti alla data del 30 giugno 2016 di un campione di banche quotate indicato nella tabella sottostante.

Banche	P/BV (Media 12M)	P/TBV (Media 12M)
Banco Popolare	0,45x	0,60x
Ubi Banca	0,48x	0,58x
Banca Popolare Emilia Romagna	0,60x	0,66x
Banca Popolare di Milano	0,75x	0,77x
Credito Emiliano Spa	0,89x	1,00x
Banca Popolare di Sondrio	0,66x	0,67x
Credito Valtellinese	0,49x	0,60x
Banco Desio e della Brianza	0,42x	0,43x
Massimo	0,89x	1,00x
Minimo	0,42x	0,43x

I multipli così individuati sono stati applicati al Patrimonio Netto e al Patrimonio Netto Tangibile della Banca al 30 giugno 2016.

<sup>5</sup> Tale numero massimo di azioni è stato definito nell'ambito della fusione per incorporazione di BP Marostica in BPAA, in cui agli ex azionisti BP Marostica erano state offerte azioni di BPAA in cambio delle azioni BP Marostica, più un conguaglio per cassa e un premio fedeltà avente ad oggetto l'assegnazione gratuita di azioni BPAA nel rapporto di n. 0,117 azioni di nuova emissione per ogni azione ricevuta in concambio nel caso queste venissero detenute per almeno 36 mesi.



Deloitte nell'analisi ha considerato i multipli P / BV, P /TBV e P /E di un campione di banche italiane quotate (tabella sottostante). Per la stima dei multipli per ciascuna banca del campione ha considerato:

- il Patrimonio Netto e il Patrimonio Netto Tangibile alla data del 30 giugno 2016 e l'utile netto prospettico 2017-2018 desunto dalle stime IBES, non essendo disponibili stime di utili a date successive;
- la capitalizzazione di borsa media stimata su un orizzonte temporale compreso tra 6 mesi e 12 mesi al fine di mitigare gli effetti distorsivi legati alla volatilità dei mercati registrata nel periodo analizzato.

Banche	P/BV (Media 6M)	P/BV (Media 12M)	P/TBV (Media 6M)	P/TBV (Media 12M)	P/E (Media 6M)	P/E (Media 12M)
Banco Popolare	0,46x	0,72x	0,54x	0,85x	12,03x	18,91x
Ubi Banca	0,38x	0,54x	0,45x	0,64x	8,52x	12,10x
Banca Popolare Emilia Romagna	0,46x	0,60x	0,50x	0,65x	7,88x	10,18x
Banca Popolare di Milano	0,63x	0,78x	0,63x	0,78x	10,33x	12,72x
Credito Emiliano Spa	0,84x	0,89x	0,95x	1,01x	11,08x	13,08x
Banca Popolare di Sondrio	0,56x	0,66x	0,56x	0,67x	11,28x	12,01x
Credito Valtellinese	0,35x	0,48x	0,36x	0,51x	10,62x	14,82x
Media	0,52x	0,67x	0,57x	0,73x	10,25x	13,40x

I multipli di borsa così stimati sono stati applicati al Patrimonio Netto Tangibile e al Patrimonio netto della Banca al 30 giugno 2016 e agli utili medi di BPAA previsti in arco piano.

Sulla base di quanto precede gli Advisors hanno identificato i seguenti intervalli di valore per azione della Banca.

Sintesi dei risultati	Min	Max
<b>Studio Laghi</b>		
Valore per azione (€)	7,00	14,89
Multiplo P/BV	0,42x	0,89x
<b>Deloitte</b>		
Valore per azione (€)	8,38	14,28
Multiplo P/BV	0,50x	0,86

Tali riferimenti di mercato sono stati indicati dagli Advisors ai soli fini rappresentativi e di raffronto con parametri di mercato.

## 2. Limiti e difficoltà inerenti la valutazione

Anche sulla base delle relazioni rilasciate dagli Advisors, il Consiglio di amministrazione della Banca, con l'ausilio delle strutture interne, ha fatto proprie le metodologie e gli applicativi degli Advisors e ha effettuato le seguenti considerazioni circa i limiti e le problematiche inerenti alla valutazione.

- I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali 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 ipotetiche



relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. 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 si 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 nella Relazione.

- I dati previsionali utilizzati ai fini della stima di un intervallo di Valore di Recesso non riflettono gli effetti dell'introduzione dell'IFRS 9 prevista a partire dal 2018.
- Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze e volatilità dei mercati e previsioni degli analisti finanziari che riflettono considerazioni di natura soggettiva.

### **3. Definizione del Valore di Recesso**

Gli Advisors hanno quindi proceduto ad indicare un intervallo puntuale di sovrapposizione tra i risultati ottenuti con la metodologia fondamentale DDM compreso tra Euro 12,10 ed Euro 15,00.

\* \* \* \* \*

Il Consiglio di amministrazione di Banca Popolare dell'Alto Adige, tenuto conto del quadro normativo e fattuale, esaminate e fatto proprie le analisi svolte dagli Advisors, sentito il parere della Società di Revisione e del Collegio Sindacale, ad esito del confronto ragionato tra i risultati ottenuti con i vari metodi di valutazione, ha ritenuto di indicare in Euro 12,10 (dodicivirgoladieci) il valore unitario di liquidazione dell'azione della Banca ai fini del diritto di recesso collegato alla trasformazione.

Il valore sopra indicato si colloca all'interno dell'intervallo finale di valutazione dell'azione Banca Popolare dell'Alto Adige suggerito dagli Advisors.

Bolzano, 7 novembre 2016

