



Banca Popolare dell'Alto Adige

Stima di un intervallo di valori di liquidazione
delle azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige
S.C.p.A.

Indice

| | |
|---|----|
| 1. Premessa..... | 1 |
| 1.1 Finalità e oggetto dell'incarico..... | 1 |
| 1.2 Limiti, assunzioni e difficoltà di valutazione | 2 |
| 1.3 Data di riferimento della stima..... | 2 |
| 1.4 Documentazione utilizzata..... | 3 |
| 2. Lavoro svolto | 3 |
| 3. Descrizione di Banca Popolare dell'Alto Adige | 4 |
| 3.1 Dati economico-patrimoniali storici..... | 5 |
| 3.2 Piano Industriale 2017-2021 | 8 |
| 4. Contesto di riferimento e individuazione dei metodi di valutazione | 10 |
| 5. Stima del valore di Banca Popolare dell'Alto Adige | 13 |
| 5.1 Dividend Discount Model | 13 |
| 5.2 Metodo dei multipli di borsa | 15 |
| 5.3. Analisi Transazioni comparabili | 16 |
| 6. Conclusioni | 17 |

1. Premessa

1.1 Finalità e oggetto dell'incarico

Il Decreto Legge n. 3 del 24 gennaio 2015 ("DL 3/2015"), convertito con modificazioni dalla Legge n. 33 del 24 marzo 2015, ha introdotto nel sistema legislativo italiano l'obbligo per le banche popolari con un attivo superiore ad Euro 8 miliardi di trasformarsi in società per azioni entro 18 mesi dall'entrata in vigore delle 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.

Il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare dell'Alto Adige S.C.p.A. ("Banca Popolare dell'Alto Adige" o "BPAA" o "Banca"), alla luce di quanto sopra descritto, in data 5 febbraio 2016 ha verificato e confermato il superamento della soglia degli Euro 8 miliardi di attivo e deliberato l'avvio del progetto di trasformazione in società per azioni ("Trasformazione").

In data 15 luglio 2016, il Consiglio di Amministrazione della Banca ha definito le modifiche statutarie ai fini della Trasformazione da proporre al voto dell'Assemblea straordinaria convocata in prima convocazione il 25 novembre 2016.

La Trasformazione della Banca comporta l'insorgere del diritto di recesso ("Diritto di Recesso") in capo ai soci che non dovessero concorrere all'approvazione della delibera di modifica della forma giuridica ai sensi del combinato disposto dell'art. 2437 del Codice Civile e dell'art. 19 dello statuto di BPAA.

In tale contesto, in data 16 settembre 2016 è stato conferito a Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("Deloitte") l'incarico di fornire assistenza al Consiglio di Amministrazione della Banca nella stima di un intervallo di valore per il 100% del capitale e per azione, attribuibile a BPAA, di ausilio agli Amministratori nella definizione del valore di liquidazione delle azioni di BPAA, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma secondo, del Codice Civile ("Valore di Recesso").

Destinatario della presente relazione (Relazione) è il Consiglio di Amministrazione di BPAA. La Relazione non potrà essere utilizzata per fini diversi da quelli indicati nella stessa, fatta eccezione per quelli connessi ad obblighi e prescrizioni di provvedimenti legislativi, amministrativi e/o di vigilanza connessi all'operazione di Trasformazione, e non potrà essere riprodotta, utilizzata, distribuita a terzi in tutto o in parte senza il preventivo consenso scritto di Deloitte.

Deloitte non potrà essere ritenuta in nessun caso responsabile per perdite o danni, di qualunque natura o genere, che dovessero essere subiti da terzi a seguito dell'utilizzo non autorizzato della presente Relazione.

Medesimo incarico è stato conferito dal Consiglio di Amministrazione della Banca allo Studio Laghi.

1.2 Limiti, assunzioni e difficoltà di valutazione

Il lavoro da noi svolto e le conclusioni raggiunte nella presente Relazione devono essere interpretati sulla base di quanto di seguito riportato.

- Nel corso della nostra analisi e nella predisposizione della Relazione, abbiamo fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite o che sono state discusse con noi o pubblicamente disponibili e non abbiamo proceduto ad alcuna revisione o attività di due diligence delle informazioni ricevute. Abbiamo anche assunto che le stesse informazioni siano state predisposte in buona fede e su basi che riflettono le convinzioni e le previsioni della Direzione di BPAA e la conformità delle stesse alle leggi e alla normativa vigente.
- L'incarico eseguito non ha contemplato lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile, né la verifica dell'esistenza di passività potenziali, di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere.
- Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella presente Relazione è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella stessa è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri o sulla consistenza patrimoniale di BPAA.
- La Relazione è basata su dati economici, di mercato e su altre informazioni, scritte o verbali, rese disponibili a Deloitte fino alla data del 31 ottobre 2016. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Relazione. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nella Relazione.
- I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali trasmessi dalla Banca e basati su ipotesi e assunzioni definite dalla Direzione di BPAA su cui Deloitte non ha effettuato alcun tipo di review e verifica. Tali dati previsionali sono 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 predisposti dalla Direzione della Banca e 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.
- Le tabelle incluse nella Relazione possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze o difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenze di tali arrotondamenti.

1.3 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della stima dell'intervallo del Valore di Recesso è il 30 giugno 2016. Le nostre analisi hanno quindi preso a riferimento la situazione economica, patrimoniale e di vigilanza della Banca a tale data.

1.4 Documentazione utilizzata

Ai fini della stima dell'intervallo del Valore di Recesso è stata utilizzata la seguente documentazione fornitaci da BPAA e/o pubblicamente disponibile.

- Statuto vigente della Banca.
- Delibere e documenti ufficiali approntati dagli Organi di Direzione della Banca, inerenti l'operazione di Trasformazione.
- Relazione e Bilancio al 31 dicembre 2015 di BPAA assoggettato a revisione contabile da parte di BDO Italia S.p.A..
- Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA assoggettata a revisione contabile limitata da parte di BDO Italia S.p.A..
- Piano industriale 2017-2021 di BPAA oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca in data 4 novembre 2016 (Piano Industriale 2017-2021 o Piano).
- Dati e informazioni di dettaglio sottostanti il Piano Industriale 2017-2021.
- Documento "BPAA – Aggiornamento progetto di revisione statutaria, 6 ottobre 2015" redatto dall'advisor legale Studio Legale Carbonetti relativo alle modifiche statutarie legate alla Trasformazione.
- Documento "Punti di attenzione su alcuni profili inerenti la determinazione del prezzo di recesso in sede di trasformazione della Banca Popolare dell'Alto Adige in società per azioni" del 30 settembre 2016.
- Andamento del prezzo delle azioni di BPAA riferito al periodo 11 luglio 2003 – 11 ottobre 2016.
- Riepilogo delle negoziazioni sulle azioni BPAA avvenute nel periodo 2003-2016.
- Documento predisposto da un advisor indipendente denominato "Prezzo assemblea 2016 - Documento a supporto del CdA" del 9 marzo 2016.
- Documento predisposto da un advisor indipendente denominato "Fairness Opinion sulle analisi di valore della Banca condotte dalla Direzione di Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.A. nell'ambito dell'attività di Impairment test al 31 dicembre 2015" del mese di febbraio 2016.
- Informazioni di mercato ed economico finanziarie sulle principali banche italiane ottenute da banche dati specializzate.
- Altri documenti ed informazioni di natura contabile e gestionale ritenute rilevanti ai fini del presente incarico, ottenuti anche nel corso di incontri con la Direzione di BPAA.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di BPAA, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti o circostanze che rendano opportune modifiche significative, alle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle proiezioni, ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sui risultati riportati nella Relazione.

2. Lavoro svolto

Ai fini dell'effettuazione delle analisi valutative sono state svolte le seguenti attività:

- lettura ed analisi del bilancio al 31 dicembre 2015 e della relazione semestrale al 30 giugno 2016 della Banca e dell'ulteriore documentazione riportata al paragrafo 1.4;
- analisi e incontri con la Direzione della Banca al fine di comprendere le linee guida e assunzioni sottostanti il Piano Industriale 2017-2021;
- individuazione dei metodi di valutazione comunemente accettati dalla prassi da utilizzare per la stima di un intervallo del Valore di Recesso della Banca;

- individuazione dei parametri sottostanti l'applicazione delle metodologie di valutazione identificate tenuto anche conto delle caratteristiche della Banca;
- applicazione delle metodologie di valutazione individuate;
- sviluppo di analisi di sensitività rispetto ai principali parametri considerati nell'applicazione delle metodologie identificate;
- stima di un intervallo del Valore di Recesso di BPAA tenuto conto delle analisi svolte e delle metodologie individuate;
- predisposizione della Relazione.

3. Descrizione di Banca Popolare dell'Alto Adige

La Banca è nata l'1 agosto 1992 dalla fusione tra la Banca Popolare di Bressanone (fondata nel 1889) e la Banca Popolare di Bolzano (fondata nel 1902). In seguito, nel 1995, è stata incorporata anche la Banca Popolare di Merano (fondata nel 1886).

Nell'ottobre del 2014 i componenti dei Consigli di Amministrazione di BPAA e di Banca Popolare di Marostica S.c.p.A. (BP Marostica), fondata nel 1892, hanno concordato un progetto di fusione che è stato deliberato in febbraio dai soci delle due banche; l'operazione di fusione ha avuto efficacia dal 1° aprile del 2015.

In data 28 luglio 2015 BPAA ha depositato presso il Registro Imprese di Bolzano il Progetto di Fusione per incorporazione di Banca di Treviso S.p.A. (Banca di Treviso); tale operazione ha avuto efficacia dal 5 ottobre 2015.

Dagli anni 90 Banca Popolare dell'Alto Adige è presente come banca regionale oltre che in Alto Adige, suo mercato d'origine, anche in altre province del Nord-Est d'Italia. Anche a seguito delle operazioni straordinarie sopraindicate la Banca ad oggi opera principalmente nel Triveneto ed è presente nelle province di Bolzano, Belluno, Padova, Pordenone, Trento, Treviso, Venezia e Vicenza con circa 185 filiali.

| Sportelli per provincia | 30/06/2016 |
|------------------------------|------------|
| Trentino Alto Adige | 80 |
| Bolzano | 62 |
| Trento | 18 |
| Veneto | 102 |
| Belluno | 20 |
| Padova | 6 |
| Treviso | 23 |
| Venezia | 15 |
| Vicenza | 38 |
| Friuli Venezia Giulia | 3 |
| Pordenone | 3 |
| Totale | 185 |

Fonte: Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA.

In data 22 gennaio 2016, BPAA ha completato l'aumento di capitale, finalizzato a sostenere gli obiettivi del Piano industriale 2015-2018 a seguito dell'incorporazione di BP Marostica e di Banca di Treviso, attraverso l'emissione di n. 4.987.103 azioni per un controvalore di Euro 95.752.377 di cui Euro 19.948.412 a titolo di capitale sociale ed Euro 75.803.965 a titolo di sovrapprezzo di emissione. Il capitale sociale della Banca è pertanto passato da Euro 179.535.732 ad Euro 199.484.144, suddiviso in n. 49.870.974 azioni da nominali Euro 4,00 ciascuna. Pertanto al 30 giugno 2016 le azioni in circolazione risultano in aumento rispetto alle n. 44.883.933 di fine 2015 per un numero complessivo di 59.935 soci. Alla medesima data non sono detenute azioni proprie.

3.1 Dati economico-patrimoniali storici

Si riportano di seguito i principali dati patrimoniali ed economici di BPAA.

| Voci dell'attivo riclassificate <i>(Euro migliaia)</i> | 30/06/2016 | 31/12/2015^(*) | Delta |
|--|-------------------|---------------------------------|--------------|
| Cassa e disponibilità liquide | 51.514 | 62.622 | -17,7% |
| Attività finanziarie e partecipazioni | 1.699.257 | 1.601.475 | 6,1% |
| Crediti verso banche | 48.724 | 44.804 | 8,8% |
| Crediti verso clientela | 6.586.910 | 6.447.871 | 2,2% |
| Attività materiali | 145.635 | 145.591 | 0,0% |
| Attività immateriali | 121.335 | 121.937 | -0,5% |
| <i>di cui avviamento</i> | 99.602 | 99.602 | 0,0% |
| Altre voci dell'attivo | 330.145 | 291.025 | 13,4% |
| Totale attivo | 8.983.521 | 8.715.324 | 3,1% |

^(*) I saldi patrimoniali comparativi riferiti al 31 dicembre 2015 includono quelli del Gruppo BP Marostica, le cui operazioni sono state imputate al bilancio di BPAA a partire dal 1° aprile 2015.

Fonte: Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA.

Al 30 giugno 2016 i crediti verso clientela della Banca mostrano un trend positivo +2,2% rispetto a fine 2015 mentre l'ammontare dei crediti deteriorati lordi è pari a Euro 1.196,7 milioni, con un aumento del 14,1%. L'incidenza del portafoglio deteriorato sul totale dei crediti lordi a clientela si attesta al 16,8%, in aumento rispetto al 15,2% di fine 2015. Le sofferenze lorde aumentano del 7,7% a Euro 718,8 milioni (Euro +51,5 milioni) mentre le sofferenze nette si attestano a Euro 327,2 milioni. L'incidenza delle sofferenze lorde sul totale dei crediti lordi si attesta al 10,1%, in aumento rispetto al 9,7% di fine 2015.

I tassi di copertura delle diverse classi di rischio (coverage ratio) dei crediti deteriorati di BPAA al 30 giugno 2016 risultano:

- Sofferenze: pari al 54,5%, in aumento rispetto al 50,9% al 31 dicembre 2015;
- Inadempienze probabili: pari al 24,8%, in aumento rispetto al 23,0% di fine 2015;
- Esposizioni scadute: pari al 7,5%, sostanzialmente invariato rispetto al 7,7% di fine 2015.

I dati inclusi nella relazione semestrale 2016 di BPAA recepiscono le considerazioni emerse nel corso dell'accertamento ispettivo effettuato da Banca d'Italia, avviato in data 17 febbraio 2016, in merito alla classificazione e valutazione delle singole poste creditizie.

Le attività finanziarie della Banca al 30 giugno 2016 ammontano a Euro 1.699,3 milioni e presentano una dinamica crescente (+6,1% rispetto al 31 dicembre 2015). Il portafoglio di strumenti disponibili per la vendita ("AFS") si attesta a Euro 1.500,1 milioni (+8,1% rispetto a fine anno) ed è costituito principalmente da titoli di debito per Euro 1.208,1 milioni di cui la maggior parte verso controparti bancarie e governative.

| Voci del passivo riclassificate (Euro migliaia) | 30/06/2016 | 31/12/2015^(*) | Delta |
|---|-------------------|---------------------------------|--------------|
| Debiti verso banche | 1.160.463 | 838.463 | 38,4% |
| Debiti verso clientela, titoli in circolazione e passività valutate al fair value | 6.632.020 | 6.788.369 | -2,3% |
| Passività finanziarie di negoziazione | 2.863 | 3.130 | -8,5% |
| Altre voci del passivo | 357.599 | 308.209 | 16,0% |
| Patrimonio netto | | | |
| Capitale e Riserve | 857.964 | 754.786 | 13,7% |
| Risultato del periodo | -27.388 | 22.368 | n.s. |
| Totale passivo e patrimonio netto | 8.983.521 | 8.715.324 | 3,1% |

^(*) I saldi patrimoniali comparativi riferiti al 31 dicembre 2015 includono quelli del Gruppo BP Marostica, le cui operazioni sono state imputate al bilancio di BPAA a partire dal 1° aprile 2015.

Fonte: Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA.

| Raccolta (Euro milioni) | 30/06/2016 | 31/12/2015 | Delta |
|--------------------------------|-------------------|-------------------|--------------|
| Totale raccolta diretta | 6.632 | 6.788 | -2,3% |
| di cui Depositi e certificati | 5.028 | 4.735 | 6,2% |
| di cui Titoli in circolazione | 1.200 | 1.580 | -24,0% |
| Totale raccolta indiretta | 3.253 | 3.039 | 7,0% |
| di cui risparmio gestito | 1.746 | 1.602 | 8,9% |

Fonte: Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA.

La raccolta diretta della Banca evidenzia un decremento del 2,3% rispetto al 31 dicembre 2015; tale evoluzione è legata alla raccolta obbligazionaria la quale sconta l'effetto del contesto di rendimenti ormai prossimi allo zero, che spinge la clientela verso altre forme di investimento. La raccolta indiretta è aumentata del 7,0% rispetto al 2015, beneficiando delle condizioni di incertezza che hanno caratterizzato i mercati nell'ultimo semestre; infatti l'aumento più significativo è quello registrato in ambito assicurativo, con il comparto dei prodotti assicurativi e bancassurance, che registra un +40% e si attesta a Euro 477,8 milioni contro Euro 341,2 milioni di fine 2015. La raccolta amministrata registra un aumento del 4,9% (+Euro 71 milioni) e il risparmio gestito +8,9%.

Il patrimonio netto al 30 giugno 2016 della Banca, comprensivo delle riserve da valutazione e della perdita netta di periodo, ammonta a Euro 830,6 milioni rispetto a Euro 777,2 milioni di fine 2015. Tale variazione è imputabile principalmente alla perdita di periodo di Euro 27,4 milioni, alla distribuzione del risultato al 31 dicembre 2015 di Euro 13,5 milioni e include la variazione delle riserve di valutazione e gli effetti dell'aumento di capitale, per complessivi Euro 95,8 milioni, completato come già ricordato nel primo semestre.

Al 30 giugno 2016 la Banca presenta Euro 681,7 milioni di Fondi propri a fronte di attività ponderate per Euro 6.061,0 milioni, relative in gran parte a rischio di credito e controparte. In termini di ratio patrimoniali BPAA, al 30 giugno 2016 evidenzia un CET1 dell'11,25% che coincide con il Total Capital in quanto la Banca non ha strumenti Tier 2.

| Patrimonio di vigilanza (Euro migliaia) | 30/06/2016 | 31/12/2015 |
|--|-------------------|-------------------|
| Capitale Primario di Classe 1 (CET 1) | 681.738 | 641.949 |
| Totale fondi propri (Total capital - TCR) | 681.738 | 641.949 |
| Totale attività ponderate per il rischio (RWA) | 6.060.985 | 5.755.747 |
| CET 1 Ratio | 11,25% | 11,14% |
| Total Capital Ratio | 11,25% | 11,15% |

Fonte: Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA.

Gli interessi netti al 30 giugno 2016 della Banca ammontano a Euro 68,7 milioni, in aumento dell'8,4% rispetto al primo semestre 2015. Gli interessi attivi a clientela (Euro 89,7 milioni) evidenziano un trend negativo del 7,6% (Euro -7,4 milioni) legato prevalentemente alla diminuzione degli interessi da finanziamenti. Gli interessi passivi si attestano a Euro 21,0 milioni con una riduzione del 37,7% rispetto al primo semestre del 2015 legata in particolare alla riduzione degli interessi passivi verso clientela e su titoli in circolazione. Il contributo del portafoglio titoli di proprietà al margine di interesse

(strumenti classificati per la negoziazione, disponibili per la vendita e detenuti fino a scadenza) è di Euro 7,0 milioni rispetto agli Euro 8,4 milioni del 2015, in riduzione prevalentemente a causa del costante livello minimo dei tassi.

Le commissioni nette al 30 giugno 2016 della Banca sono in aumento del 12,4% a Euro 39,7 milioni, contro Euro 35,3 milioni del primo semestre del 2015 (+12,4%). Tale incremento è riconducibile principalmente alle commissioni attive (+12,2%), e in particolare alle commissioni su servizi di intermediazione, gestione e consulenza (Euro 11,6 milioni, +15,6%) e alle commissioni di tenuta del conto corrente (Euro 20,3 milioni, +19,2%). Tali commissioni sono state interamente generate dalla rete di distribuzione di BPAA.

| Conto economico riclassificato (Euro migliaia) | 30/06/2016 | 30/06/2015^(*) | Delta |
|---|-------------------|---------------------------------|--------------|
| Interessi netti | 68.720 | 63.383 | 8,4% |
| Dividendi e utili (perdite) delle partecipazioni valutate al P.N. | 617 | 2.507 | -75,4% |
| Margine finanziario | 69.337 | 65.890 | 5,2% |
| Commissioni nette | 39.685 | 35.316 | 12,4% |
| Risultato netto finanziario | 7.280 | 6.702 | 8,6% |
| Altri oneri/proventi di gestione | 12.338 | 9.446 | 30,6% |
| Altri proventi operativi | 59.303 | 51.465 | 15,2% |
| Proventi operativi netti | 128.640 | 117.355 | 9,6% |
| Spese per il personale | -54.346 | -45.573 | 19,3% |
| Spese amministrative | -38.796 | -35.827 | 8,3% |
| Rettifiche di valore su attività materiali ed immateriali | -4.453 | -4.304 | 3,4% |
| Oneri operativi | -97.595 | -85.704 | 13,9% |
| Risultato della gestione operativa | 31.045 | 31.651 | -1,9% |
| Rettifiche di valore nette su crediti e altre operazioni finanz. | -85.760 | -11.929 | n.s. |
| Accantonamenti netti ai fondi per rischi e oneri | -1.376 | -1.305 | 5,5% |
| Utili (Perdite) da cessione di partecipazioni ed investimenti | 34 | 28 | 21,4% |
| Risultato lordo dell'operatività corrente | -56.057 | 18.444 | n.s. |
| Imposte sul reddito dell'esercizio dell'operatività corrente | 28.669 | -6.773 | n.s. |
| Utile (Perdita) d'esercizio | -27.388 | 11.671 | n.s. |
| Cost income | 75,8% | 73,1% | |
| Costo del rischio (bps) | 240 | 36 | |

() I dati economici comparativi al 30 giugno 2015 si riferiscono al bilancio consolidato di BPAA, che include le operazioni della controllante, BPAA, e le operazioni della controllata, Banca di Treviso.*

In particolare, il conto economico consolidato al 30 giugno 2015 include, a partire dal 1° aprile 2015, data di efficacia giuridica della fusione, le operazioni del Gruppo BP Marostica. Pertanto il risultato consolidato al 30 giugno 2015 di BPAA beneficia del contributo del Gruppo BP Marostica per il solo secondo trimestre del 2015.

Fonte: Relazione finanziaria semestrale al giugno 2016 di BPAA.

Il risultato netto finanziario (Euro 7,3 milioni) al 30 giugno 2016 di BPAA ha registrato un trend positivo (+8,6%) principalmente legato agli utili da cessione/riacquisto di attività finanziarie disponibili per la vendita (Euro +6,5 milioni).

Le rettifiche su crediti e altre operazioni finanziarie della Banca al 30 giugno 2016 hanno raggiunto quota Euro 85,8 milioni rispetto a Euro 11,9 milioni dell'anno precedente di cui Euro 85,5 fanno riferimento a rettifiche su crediti, effettuate anche a seguito delle considerazioni emerse nel corso dell'accertamento ispettivo effettuato da Banca d'Italia.

Gli oneri operativi ammontano a Euro 97,6 milioni, in crescita del 13,9% rispetto a Euro 85,7 milioni del primo semestre 2015. Tale crescita rispetto al 2015 è legata principalmente all'inclusione dei costi del Gruppo BP Marostica solo a partire dal 1° aprile 2015, data di efficacia della fusione.

A seguito delle dinamiche sopra descritte la Banca evidenzia al 30 giugno 2016 una perdita pari a Euro 27,4 milioni.

3.2 Piano Industriale 2017-2021

Di seguito si riportano le linee guida e le principali assunzioni sottostanti lo sviluppo del nuovo Piano Industriale 2017-2021 predisposto dalla Direzione della Banca. Tale piano non recepisce gli effetti derivanti dall'introduzione dell'IFRS 9 a partire dal 2018.

Il Piano è stato predisposto dalla Direzione della Banca tenuto conto delle seguenti leve strategiche:

1. **Retail:** per quanto riguarda il canale Retail la Banca prevede uno sviluppo del comparto "Small Business" ed un allargamento della base di clientela "Affluent" attraverso:

- a. semplificazione e standardizzazione di prodotti e servizi offerti;
- b. maggiore utilizzo di canali virtuali e ampliamento dell'online banking;
- c. sviluppo di una rete di vendita mobile e di un Contact Center commerciale.

La Direzione della Banca prevede che l'attuazione di queste iniziative strategiche porterà ad una riduzione delle attività amministrative e a processi snelli e solidi.

Nel segmento Retail il Piano prevede il mantenimento di un rischio di credito diversificato e di una forbice dei tassi più alta rispetto al Corporate.

2. **Private:** in ambito Private il Piano prevede un incremento del numero di clienti "Upper Private" (patrimonio finanziario > Euro 500.000) attraverso soluzioni finanziarie e assicurative personalizzate.

3. **Corporate:** in tale area di business la Direzione prevede un'elevata specializzazione settoriale per avere un presidio del mercato dei gruppi target attraverso l'utilizzo di specifiche strategie settoriali. Il Piano prevede inoltre l'incremento del cross-selling e la focalizzazione su attività a basso assorbimento di capitale. La Banca inoltre prevede di focalizzarsi sul perseguimento dei seguenti orientamenti strategici:

- imprese con volume d'affari > Euro 3 milioni appartenenti a diversi settori (e.g. settore turismo);
- approccio di consulenza: "sparring partner" con alta professionalità e conoscenza approfondita del settore e del modello di business attraverso un'elevata specializzazione settoriale;
- sfruttamento dei potenziali derivanti dalla business line Private;
- consulenza integrale: sistemi di pagamento, finanziamenti, import export, management liquidità, copertura rischi/assicurazioni. In casi particolari consulenza sul mercato dei capitali (p.e. ruolo arranger per bonds);
- coinvolgimento selettivo di specialisti nelle aree estero e CoB@ / e-commerce.

4. **Workout:** creazione di una struttura in grado di favorire l'attuazione delle leve strategiche previste declinabili nelle seguenti azioni:

- controllo crediti: sistema efficiente "early warning" nell'ambito crediti e Workout/gestione dei crediti deteriorati dal "past due" alle "inadempienze probabili";
- recupero crediti: workout/recupero di posizioni a sofferenza e gestione di processi giudiziari e risoluzioni private;
- portfolio management; analisi della qualità e dell'andamento del portafoglio oltre al monitoring dei KPI della business line e design e realizzazione di transazioni straordinarie (ad esempio cessione);
- Workout attivo Real Estate: definizione e realizzazione di strategie individuali Management & Sale e partecipazione attiva ad aste immobiliari;
- Back office: supporto amministrativo e di reporting;

5. **Portafoglio discrezionale:** orientamento strategico strutturato nelle seguenti asset class:

- Riserva di liquidità: vincolo regolamentare con liquidità alta e ponderazione bassa, eligibilità BCE, incremento del rischio tasso/duration sfruttando le possibilità di "HTM" "Held to Collect";
- Contratti di capitalizzazione: tasso stabile ma in diminuzione; Diversify: diversificazione dal rischio concentrazione Italia, focus su dividendi stabili tramite fondi azionari, ETFs, immobili europei, % azionaria max. 5%, criteri di sostenibilità per mitigare rischio credito più elevato.

6. **Head Office:** in tale ambito BPAA prevede di puntare sullo sviluppo delle competenze dei collaboratori come risorsa più importante e fattore determinante, necessario a raggiungere gli obiettivi del Piano.

La Banca inoltre in arco piano prevede:

- lo sviluppo di una strategia immobiliare attraverso la vendita di 66 immobili di proprietà del valore di Euro 137 milioni (al 31 dicembre 2015), i quali non costituiscono più un asset strategico. Tali dismissioni rientrano nel programma di maggior flessibilità della rete commerciale;
- l'attuazione di una strategia "Multichannel" a seguito della quale la Banca prevede la chiusura selettiva di alcune filiali che passeranno dalle 184 di fine 2016 alle 150-170 previste per il 2021;
- la diminuzione dei costi operativi attraverso la riduzione degli FTE che da 1.282 del 2016 arriveranno a quota 1.139 nel 2021 a seguito dell'effetto combinato di pensionamenti, turnover naturale, incentivi e nuove assunzioni;
- il perseguimento di un efficientamento dei costi attraverso la riduzione della complessità della struttura interna (es. catalogo prodotti) e l'attuazione di processi guidati e standardizzati.

Di seguito si riporta l'evoluzione dei principali aggregati patrimoniali prevista nel Piano Industriale 2017-2021.

| (Euro milioni) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | CAGR '16-'21 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Impieghi verso clientela | 7.165 | 7.564 | 7.880 | 8.157 | 8.412 | 8.713 | 4,0% |
| Raccolta diretta | 6.340 | 6.615 | 6.880 | 7.145 | 7.425 | 7.710 | 4,0% |
| Raccolta indiretta | 2.527 | 2.827 | 3.127 | 3.477 | 3.827 | 4.177 | 10,6% |
| Patrimonio netto | 863 | 865 | 877 | 901 | 937 | 984 | 2,7% |
| Portafoglio titoli | 1.703 | 2.018 | 2.068 | 2.458 | 2.458 | 2.458 | 7,6% |

Fonte: Piano Industriale 2017-2021.

Di seguito si riporta l'evoluzione delle principali voci economiche prevista nel Piano Industriale 2017-2021.

| (Euro milioni) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | CAGR '16-'21 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Interessi attivi | 177 | 169 | 177 | 193 | 222 | 274 | 9,2% |
| Interessi passivi | -36 | -21 | -19 | -27 | -38 | -65 | 12,4% |
| Margine di interesse | 141 | 148 | 157 | 166 | 184 | 209 | 8,3% |
| Commissioni nette | 82 | 88 | 92 | 96 | 100 | 104 | 5,0% |
| Margine di intermediazione | 240 | 246 | 258 | 270 | 292 | 323 | 6,2% |
| Rettifiche/riprese di valore | -89 | -62 | -47 | -43 | -40 | -40 | 14,6% |
| Risultato netto della gestione finanziaria | 151 | 185 | 210 | 227 | 251 | 283 | 13,4% |
| Spese amministrative | -184 | -178 | -177 | -174 | -171 | -166 | -2,0% |
| <i>Spese per il personale</i> | <i>-103</i> | <i>-101</i> | <i>-100</i> | <i>-98</i> | <i>-96</i> | <i>-92</i> | <i>-2,2%</i> |
| <i>Altre spese amministrative</i> | <i>-82</i> | <i>-77</i> | <i>-77</i> | <i>-76</i> | <i>-75</i> | <i>-74</i> | <i>-1,9%</i> |
| Altri oneri/proventi di gestione | 23 | 34 | 31 | 29 | 24 | 25 | 1,6% |
| Costi operativi | -168 | -156 | -158 | -157 | -158 | -154 | 1,8% |
| Imposte sull'reddito | 18 | -10 | -17 | -23 | -31 | -43 | n.s. |
| Risultato netto | 3 | 19 | 35 | 46 | 62 | 86 | n.s. |
| <i>Cost income</i> | <i>74%</i> | <i>67%</i> | <i>65%</i> | <i>61%</i> | <i>57%</i> | <i>51%</i> | |
| <i>Costo del rischio (bps)</i> | <i>124</i> | <i>81</i> | <i>62</i> | <i>55</i> | <i>50</i> | <i>46</i> | |

Fonte: Piano Industriale 2017-2021.

Il CET1 in termini di Risk Appetite Framework (RAF) ¹ è previsto nel Piano stabile fino al 2021 (11,0%) e sostanzialmente in linea con l'attuale. In seguito allo sviluppo del Piano il CET1 è previsto in crescita dal 11,9% di fine 2016 al 13% del 2021.

Lo sviluppo del Piano prevede un TCR al 2021 pari al 14,8% grazie all'emissione di strumenti Tier 2 per circa Euro 125 milioni e alla politica di dividendi prevista in arco piano.

La Banca prevede inoltre in arco piano un programma di ottimizzazione degli RWA attraverso una politica di incremento delle garanzie ammissibili e una crescita degli impieghi focalizzata su mutui casa e mutui verso PMI nella business line Retail.

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| CET1 | 11,9% | 11,7% | 11,7% | 11,9% | 12,4% | 13,0% |
| TCR | 11,9% | 11,7% | 12,5% | 13,4% | 14,2% | 14,8% |
| Payout | 0% | 34,1% | 27,0% | 20,4% | 23,7% | 23,0% |
| ROE | 0,3% | 2,2% | 3,9% | 5,1% | 6,5% | 8,6% |
| (ROTE) | (0,4%) | (2,5%) | (4,5%) | (5,8%) | (7,5%) | (9,8%) |
| RWAs (Euro mln) | 6.200 | 6.400 | 6.600 | 6.800 | 6.900 | 7.100 |
| NPL gross | 17,0% | 17,5% | 17,1% | 16,4% | 15,6% | 15,4% |
| Coverage | 42,0% | 42,6% | 43,1% | 44,7% | 46,2% | 47,7% |

Fonte: Piano Industriale 2017-2021.

4. Contesto di riferimento e individuazione dei metodi di valutazione

Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, la scelta del metodo di valutazione è funzione:

- della finalità della stima;
- della capacità dei diversi metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda;
- della tipologia di azienda.

¹ Il RAF definisce la tolleranza al rischio e l'"appetito" per il rischio, entrambi utilizzati per stabilire sia il livello assoluto di rischio che la Banca è a priori disposta ad assumere, sia i limiti effettivi che essa si pone nell'ambito di tale livello massimo.

Come già ricordato la presente stima rientra nell'ambito del processo di Trasformazione della Banca che prevede tra l'altro il Diritto di Recesso ai soci che non concorreranno alla relativa delibera assembleare.

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 management².

In aggiunta a quanto suddetto è necessario considerare quanto previsto dall'art. 2437-ter, comma secondo, 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."*

L'art. 2437-ter del Codice Civile stabilisce, quindi, espressamente i criteri ai quali gli amministratori devono fare riferimento nella determinazione del valore di liquidazione delle azioni in ipotesi di recesso. L'articolo prevede che, in assenza di diversa disposizione statutaria, previo parere non vincolante dei sindaci e del revisore contabile, gli amministratori, nella determinazione del valore di liquidazione, facciano riferimento alla consistenza patrimoniale della società e alle sue prospettive reddituali, nonché all'eventuale valore di mercato delle azioni.

Il riferimento alla "consistenza patrimoniale" e alle "prospettive reddituali" per la stima del valore di liquidazione, suggerisce l'utilizzo di criteri valutativi che tengano in considerazione non tanto la redditività storica, ma le potenzialità reddituali dell'impresa in relazione alle condizioni correnti.

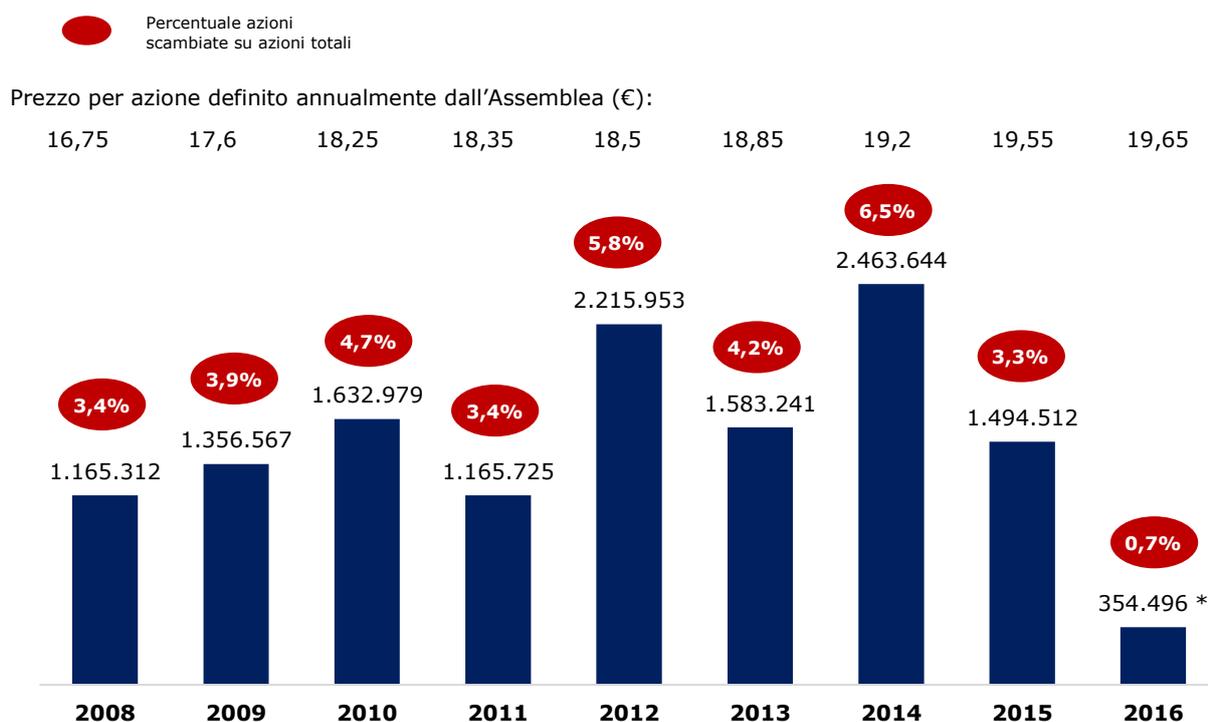
Il terzo riferimento è "all'eventuale valore di mercato". La nozione di valore di mercato a cui la dottrina e la prassi fanno riferimento è normalmente espressione della quotazione di borsa se l'impresa è quotata in un mercato regolamentato, o del prezzo di transazioni recenti nel caso di impresa non 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 è stato considerato un metodo 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 è stato considerato 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 riferiti a negoziazione su un mercato non privo di limitazione

² Cfr. anche "PIV – Principi Italiani di Valutazione 2015" a cura dell'OIV – Organismo Italiano di Valutazione.

allo scambio³; nell'ambito delle negoziazioni infatti è previsto un valore floor di scambio, che corrisponde al prezzo approvato annualmente dall'assemblea dei soci della Banca, al di sotto del quale non possono essere eseguiti ordini; tale valore nel mese di aprile 2016 è stato fissato dall'assemblea in Euro 19,65. Peraltro, come emerge dal grafico sottostante, nel corso dei primi 9 mesi del 2016 i volumi di azioni scambiate, tenuto anche conto del numero di azioni in circolazione, sono stati significativamente inferiori rispetto agli esercizi precedenti. Inoltre, da un'analisi del dettaglio, fornito dalla Banca, delle transazioni eseguite sulla piattaforma nei primi nove mesi del 2016 rispetto al totale degli ordini immessi, emerge che il numero complessivo di azioni relative agli ordini "lanciati" (eseguiti e revocati), è pari a 1.427.073 di cui eseguiti 354.496 e revocati 1.072.577.



Fonte: elaborazioni Deloitte su dati forniti dalla Banca.

* Dati relativi a settembre 2016.

È stata inoltre effettuata, ai soli fini rappresentativi e di raffronto, un'analisi sull'andamento dei prezzi e multipli di borsa di un campione di banche italiane quotate. Tali parametri, in particolare, non sono ritenuti 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 Direzione della Banca, nei vari incontri effettuati, ci ha riferito di non prevedere di ricorrere nel medio termine a fonti di approvvigionamento sul mercato dei capitali.

³ È da segnalare la recente raccomandazione di CONSOB di cui alla Comunicazione n. 0092492 del 18 ottobre 2016 ("Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale") con cui CONSOB ha evidenziato, tra l'altro, 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.

Infine, nell'ambito dei criteri di mercato, ai soli fini rappresentativi e informativi, sono stati analizzati i multipli impliciti nei prezzi di transazioni, avvenute nel recente passato, su quote di minoranza di banche italiane.

5. Stima del valore di Banca Popolare dell'Alto Adige

5.1 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_t = 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 (k_e).

VT_a = 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 per lo sviluppo della formula di valutazione.

a) Stima del dividendo distribuibile (DIV_t)

Per la stima dei flussi potenzialmente distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento al Piano Industriale 2017-2021 di BPAA sopra descritto.

I flussi distribuibili agli azionisti sono stati stimati 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 si è anche tenuto conto dell'orientamento e delle considerazioni comunicate dal Consiglio di Amministrazione, per tutelare il raggiungimento degli obiettivi previsti nel Piano, di escludere il rimborso in sede di Recesso⁴.

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

⁴ Con riferimento al rimborso delle azioni oggetto di recesso, l'articolo 1 del Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con Legge 24 marzo 2015, n. 33, ha modificato alcune disposizioni del Testo Unico Bancario (D. Lgs. 385/93, TUB) in materia di banche popolari e, in particolare, all'art. 28 TUB è stato introdotto il comma 2-ter che recita testualmente "Nelle banche popolari il diritto al 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 al rimborso degli altri strumenti di capitale emessi".

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% (Fonte: Bloomberg).

$Beta$ = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato), pari a 1,22, stimato sulla base del valore medio dei beta di un campione di banche quotate italiane (Fonte: Bloomberg)⁵.

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato considerato, in linea con la prassi valutativa, pari al 5,6% (fonte: Fernandez⁶).

α = coefficiente di rischio aggiuntivo. Nello specifico è stato considerato un coefficiente aggiuntivo compreso tra l'1,0% e l'1,5% 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 9,4% e il 9,9%.

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%.

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

Sulla base di quanto precede è stato individuato per BPAA un valore del 100% compreso in un intervallo tra circa Euro 603 milioni e circa Euro 752 milioni corrispondente ad un valore per azione compreso tra Euro 12,10 ed Euro 15,08.

| Sintesi dei risultati | Min | Max |
|--------------------------------------|--------------|--------------|
| DDM | | |
| Valore 100% BPAA (Euro mln) | 603 | 752 |
| <i>P/BV implicito (*)</i> | 0,73x | 0,91x |
| <i>P/TBV implicito (*)</i> | 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.

⁵ 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..

⁶ "Market Risk Premium used in 71 countries in 2016: a survey with 6,932 answers" (Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel Fernandez Acín IESE Business School University of Navarra).

L'intervallo dei valori per azione è stato stimato 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 fedeltà⁷. 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%.

5.2 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.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi.

- 1) Determinazione del campione di riferimento: a tal proposito è stato considerato un campione costituito da realtà bancarie quotate italiane. Nello specifico nella definizione del panel è stata considerata la natura giuridica di società cooperativa e società per azioni (ex società cooperative) che hanno già ultimato un processo di trasformazione analogo a quello della Banca: Banco Popolare S.C., Ubi Banca S.p.A., Banca Popolare di Milano S.C.a.r.l., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.C., Banca Popolare di Sondrio S.C., Piccolo Credito Valtellinese S.C., oltre a Credito Emiliano S.p.A. in quanto ritenuta comparabile a BPAA sotto un profilo di business e di rischio.
- 2) Individuazione e calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi: per ciascuna delle banche costituenti il campione è stato considerato il multiplo Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV"), Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV") e Prezzo/Utile netto ("P/E").

Per la stima dei multipli per ciascuna banca del campione sono stati considerati:

- 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 | P/BV | P/TBV | P/TBV | P/E | P/E |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| | (Media 6M) | (Media 12M) | (Media 6M) | (Media 12M) | (Media 6M) | (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 |

Fonte: Bloomberg, 30 giugno 2016.

⁷ 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.

| Banche (Euro mln) | Market cap (Media 6M) | Market cap (Media 12M) |
|-------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|
| Banco Popolare | 2.530 | 3.832 |
| Ubi Banca | 3.333 | 4.737 |
| Banca Popolare Emilia Romagna | 2.305 | 2.980 |
| Banca Popolare di Milano | 2.768 | 3.408 |
| Credito Emiliano Spa | 2.025 | 2.155 |
| Banca Popolare di Sondrio | 1.432 | 1.690 |
| Credito Valtellinese | 730 | 1.019 |

Fonte: Bloomberg, 30 giugno 2016.

I multipli di borsa⁸ 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 è stato individuato un intervallo di valori per azione di BPAA compreso tra Euro 8,38 ed Euro 14,28 a cui corrisponde un intervallo di multipli P / BV impliciti nei valori compresi tra 0,50x e 0,86x.

Come già ricordato tali riferimenti di mercato non sono ritenuti significativi nel caso di specie e vengono indicati ai soli fini rappresentativi e di raffronto con parametri di mercato.

5.3. Analisi Transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.

Ai soli fini rappresentativi e informativi, sono stati analizzati i multipli impliciti nei prezzi di transazioni, avvenute nel recente passato, su quote di minoranza di banche italiane. In particolare, è stata effettuata un'analisi dei moltiplicatori P / BV e P / TBV impliciti di un campione di transazioni effettuate in Italia dal 2012 avente ad oggetto quote di minoranza di banche non quotate (diverse da operazioni OPA, OPASC e aumenti di capitale). I multipli sono stati calcolati con riferimento ai dati della società target come da bilancio di chiusura più prossimo alla data di annuncio dell'operazione.

| Data | Target Company | Bidder Company | % | P/BV | P/TBV |
|--------------|--------------------------------|-----------------------------------|----------|--------------|--------------|
| giu-17 | Banca Regionale Europea S.p.A. | UBI Banca | 7,6% | 1,23x | 1,38x |
| apr-16 | CR di Saluzzo | BPER | 47,0% | 1,15x | 1,15x |
| feb-16 | CR Umbria SpA | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 0,9% | 1,35x | 1,35x |
| mar-15 | CR Firenze SpA | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 10,3% | 1,51x | 1,68x |
| dic-14 | CR Civitavecchia | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 49,0% | 1,38x | 1,38x |
| dic-14 | CariRi | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 15,0% | 1,27x | 1,27x |
| dic-14 | CariVit | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 12,1% | 1,22x | 1,22x |
| dic-14 | Banca di Trento e Bolzano | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 11,8% | 1,34x | 1,39x |
| dic-14 | Banca Monteparma | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 20,0% | 1,53x | 1,53x |
| giu-13 | Banca di Cividale SpA | Gruppo Banca Popolare di Cividale | 20,0% | 1,61x | 1,75x |
| giu-12 | CR Ascoli Piceno | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 34,0% | 1,26x | 1,26x |
| mar-12 | CR Terni | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 25,0% | 1,48x | 1,48x |
| mar-12 | CR Foligno | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 21,2% | 1,55x | 1,55x |
| mar-12 | CR Spoleto | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 27,5% | 1,41x | 1,41x |
| mar-12 | CR Castello | Intesa Sanpaolo S.p.A. | 17,8% | 1,13x | 1,13x |
| Media | | | | 1,46x | 1,49x |
| Min | | | | 1,13x | 1,13x |

Fonte: comunicati stampa e bilanci.

⁸ I prezzi considerati nell'analisi tengono in considerazione le operazioni sul capitale effettuate dalle banche del campione nell'arco temporale di riferimento.

I dati che emergono dall'analisi delle transazioni sopraindicate evidenziano dei multipli P/BV e P/TBV superiori ai multipli di borsa e in generale valorizzazioni delle società superiori al patrimonio netto.

6. Conclusioni

Tenuto conto della natura, della portata e dei limiti del nostro lavoro, della documentazione esaminata nonché della finalità della stima, suggeriamo che il Valore di Recesso di BPAA al 30 giugno 2016 possa ricadere all'interno dell'intervallo individuato attraverso il DDM compreso tra Euro 12,10 ed Euro 15,08 per azione, a cui corrisponde un valore del 100% di BPAA compreso tra Euro 603 milioni ed Euro 752 milioni.

I risultati sopra riportati sono da leggersi con esclusivo riferimento agli obiettivi, alle ipotesi e alle limitazioni dell'incarico riportati nella Relazione.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.



Elisa Fabris
Socio

Milano, 4 novembre 2016