

Spettabile
Banca Popolare dell'Alto Adige S.C.p.A.
Via del Macello, 55
39100 - Bolzano

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

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

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

Il Consiglio di Amministrazione di Banca Popolare dell'Alto Adige S.C.p.A. (nel seguito anche "BPAA" o la "Banca") ha verificato in data 5 febbraio 2016 e confermato l'avvenuto superamento della soglia di otto miliardi di Euro in termini di valore complessivo degli attivi della Banca.

In tale contesto, nel mese di settembre 2016 mi è stato richiesto dal Consiglio di Amministrazione di BPAA di esprimere un parere (il "Parere") in merito all'individuazione di un intervallo di valori all'interno del quale appare ragionevole

collocare il valore di recesso delle azioni BPAA (il "Valore di Recesso") nell'ambito dell'operazione di trasformazione di BPAA in società per azioni (l'"Operazione")¹.

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

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

2. Lo scrivente precisa: (i) di essere stato incaricato esclusivamente di rendere il Parere agli Amministratori; (ii) di non essere stato in alcun modo coinvolto nella strutturazione dell'Operazione, né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'Operazione; (iii) di non avere rivestito, fino alla data odierna, alcun ruolo negli organi sociali della Banca, né in alcuna delle società controllate da BPAA; (iv) di non avere reso, nel corso dell'ultimo quinquennio, alcuna attività professionale a favore della Banca né di società controllate da BPAA. Lo scrivente precisa inoltre che, dopo aver svolto gli opportuni approfondimenti, alla data del Parere non sussistono relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie tra lo stesso e: (i) BPAA, (ii) le società controllate da BPAA o sottoposte a comune controllo, nonché gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), che siano suscettibili di pregiudicare l'indipendenza e l'autonomia di giudizio.
3. Ai fini della redazione del Parere, sono stati oggetto di esame:
 - i) il documento *excel* fornito dal *management* della Banca denominato "*SimuIAS (2017-2021)_v23_Basisszenario IV*" contenete il piano economico-finanziario della Banca riferito al periodo 2017-2021 (il "Piano");
 - ii) il documento fornito dal *management* della Banca denominato "*Andamento Azioni BPAA*" contenete l'andamento storico delle azioni di BPAA riferito al periodo 11 luglio 2003 - 11 ottobre 2016;
 - iii) il documento *excel* fornito dal *management* della Banca denominato "*Negoziazioni anno 2016*";
 - iv) il documento *excel* fornito dal *management* della Banca denominato "*Storico Negoziazioni*";

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

- v) il documento predisposto dall'*advisor* della Banca (Equita SIM SpA) denominato "*Prezzo assemblea 2016 - Documento a supporto del CdA*" del 9 marzo 2016;
- vi) il documento predisposto dall'*advisor* della Banca (KPMG) denominato "*BPAA_IT 2015 Fairness Opinion - Impairment test - KPMG*" del 5 febbraio 2016;
- vii) il documento predisposto dall'*advisor* della Banca (Equita SIM SpA) denominato "*Fusione di Banca Treviso S.p.A. in Banca Popolare dell'Alto Adige S.c.p.a.*" del 18 maggio 2015;
- viii) il documento predisposto dall'*advisor* della Banca (PWC) denominato "*BPAA_BPM_parere congruità_2014 PWC*" del 24 dicembre 2014;
- ix) il documento predisposto dall'*advisor* della Banca (Rothschild) denominato "*Fusione BPAA-BPM: elementi a supporto del processo valutativo*" del 24 ottobre 2014;
- x) il documento predisposto dall'*advisor* della Banca Studio Legale Carbonetti denominato "*20160930 - Nota Carbonetti - punti di attenzione su alcuni profili inerenti alla determinazione prezzo di recesso*" del 30 settembre 2016;
- xi) il documento contenete la Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2016 di BPAA;
- xii) i bilanci e le informazioni finanziarie della Banca pubblicamente disponibili relative al quinquennio 2011-2015;
- xiii) dati e informazioni reperiti sul *database* economico-finanziario *Bloomberg*;
- xiv) ogni altra informazione o elemento ritenuto utile ai fini della redazione del Parere.

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

- i dati, le informazioni e le stime considerate nel Parere non possono essere utilizzate per alcuno scopo differente da quello espressamente specificato nel Parere;
- le conclusioni alle quali lo scrivente è pervenuto nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute. Nessuna parte del Parere può essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza e/o per scopi differenti rispetto a quelli espressamente specificati;
- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario. Nulla di quanto esposto nel Parere può essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa il futuro andamento della Banca. Eventi che si verificano successivamente alla data odierna potrebbero

influire sul Parere e sulle assunzioni impiegate ai fini della sua predisposizione. Lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare, correggere o ribadire la propria opinione;

- le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo delle analisi effettuate sono state fornite da BPAA; si è fatto affidamento a tali informazioni senza procedere ad una verifica indipendente sull'accuratezza e completezza delle medesime;
- si è assunto che le eventuali autorizzazioni necessarie per realizzare l'Operazione siano acquisite entro le tempistiche appropriate e senza alcun pregiudizio per la Banca;
- si è assunto parimenti che non si sia verificato alcun cambiamento significativo nella situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Banca dopo il 30 giugno 2016;
- si precisa che le analisi di mercato sono state effettuate avendo riferimento ai dati aggiornati fino alla data del 31 ottobre 2016;
- la stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali);
- si è dato per assunto che le proiezioni economiche predisposte dal *management* di BPAA (le "Proiezioni") siano state formulate ragionevolmente su basi che riflettono le migliori stime in merito alla *performance* futura della Banca. Le Proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri, sono caratterizzate da connaturati elementi di soggettività e da incertezze e, in particolare, dalla rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati e azioni dai quali traggono origine potrebbero non verificarsi o verificarsi in misura e/o con tempistica diversa da quella prospettata, così come potrebbero verificarsi eventi e azioni non prevedibili all'epoca della predisposizione delle Proiezioni. Ne consegue che potranno verificarsi scostamenti, anche significativi, tra valori consuntivi e valori preventivati;
- la valutazione è stata basata sul presupposto che le Proiezioni abbiano corso secondo i termini e le condizioni ivi indicate. Tutto ciò rappresenta presupposto non verificato dallo scrivente nel Parere;
- la data convenzionale di riferimento della presente relazione è il 30 giugno 2016. Rilievi, accertamenti e valutazioni debbono, pertanto, intendersi riferiti a tale data. Lo scrivente è stato informato che non sono intervenuti, tra la data del 30 giugno 2016 e la data di redazione del Parere, fatti, diversi da quelli rappresentati, che possano incidere significativamente sulle risultanze della stima;
- si è dato per assunto che, per ciascun documento che è stato trasmesso allo scrivente in versione non definitiva (in bozza), la versione definitiva del medesimo sarà coerente con la relativa bozza fornita allo scrivente e che sia eseguito ai termini e alle condizioni in esso previsti senza alcuna rinuncia, modifica o ritardo in merito ad alcuno dei termini o delle condizioni;

- si è assunto che siano state messe a disposizione di chi scrive tutte le informazioni necessarie al fine di elaborare e rendere il Parere e che non vi siano fatti o circostanze non portati a conoscenza che avrebbero reso le informazioni fornite per rilasciare il Parere non accurate o fuorvianti;
 - non è stata effettuata alcuna verifica indipendente di tipo legale, fiscale, contabile, attuariale o di altro tipo sulla Banca e sull'Operazione, sicché non si esprime alcun parere su tali profili;
 - non è stata effettuata alcuna verifica o valutazione indipendente delle attività e delle passività della Banca e delle entità da essa controllate o collegate;
 - il Parere non contiene valutazioni circa il prezzo al quale, in futuro, il titolo BPAA potrebbe essere scambiato.
5. Il Parere è stato reso avendo riferimento a metodologie di analisi finanziaria e di valutazione usate nella prassi professionale. La metodologia di valutazione considerata presenta limiti specifici e di conseguenza si è ritenuto opportuno esprimere il Parere sulla base di un processo di stima che, in sintesi ragionata, tenesse conto delle risultanze della metodologia di valutazione adottata nonché di analisi finanziarie ritenute utili allo scopo.
6. Il Valore di Recesso è stato individuato avendo riferimento a una configurazione di valore che tenda a replicare il valore fondamentale di lungo termine della Banca nella prospettiva di realizzo del Piano, tenendo peraltro conto anche della necessità di adeguata patrimonializzazione della Banca oltre ai livelli minimi regolamentari, nonché, almeno in parte, delle dinamiche di mercato del settore bancario. Si è ritenuto pertanto di adottare una metodologia fondamentale per la stima del Valore di Recesso.

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

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

Nel caso di specie tale metodologia non ha trovato applicazione in quanto i dati forniti dal *management* della Banca relativi ai prezzi medi mensili delle negoziazioni delle relative azioni sono stati ritenuti non significativi, non essendo riferiti a negoziazioni recenti e comunque intervenute su mercati liquidi privi di limitazione allo scambio dei titoli.

7. La scelta della metodologia valutativa trova motivazione anche alla luce delle considerazioni di seguito esposte.

Innanzitutto, va osservato che i metodi di natura fondamentale – quali il *Dividend Discount Model* (il “DDM”) nella versione c.d. *excess capital* – costituiscono le metodologie valutative maggiormente utilizzate nella prassi professionale per la stima di valori di banche e intermediari finanziari in operazioni straordinarie sul capitale degli istituti. Ciò in quanto tali metodologie valutative consentono di esprimere il valore di una impresa bancaria in funzione della sua capacità di generare flussi di cassa prospettici attesi dall’implementazione dei piani e programmi definiti dal *management*. Si tratta pertanto di metodologie di stima razionali, di generale applicazione e affidabili nella misura in cui il piano aziendale rifletta assunzioni realistiche sulle prospettive di *business* dell’attività bancaria.

L’adozione del DDM implica che nella stima del Valore di Recesso si è incorporata la creazione di valore nel lungo termine, attesa dall’implementazione del Piano, le cui risultanze peraltro non trovano riflesso diretto e immediato nei prezzi di mercato odierni⁽²⁾.

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

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

In ogni caso, stanti le peculiari caratteristiche della stima del Valore di Recesso e la prospettiva di scambi sul mercato di titoli della Banca *post*-trasformazione privi delle limitazioni che, ad oggi, hanno caratterizzato gli scambi dei titoli di BPAA, è stato ritenuto opportuno confrontare le risultanze del metodo fondamentale con dati di mercato riferiti a banche ritenute comparabili che emergono da scambi su mercati regolamentati o che sono riferiti ad operazioni di trasformazioni di banche popolari in società per azioni.

² Sul tema si segnala la recente raccomandazione di Consob di cui alla Comunicazione n. 0092492 del 18-10-2016 (“Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale”), mediante la quale, tra l’altro, Consob ha evidenziato l’opportunità di incrementare ulteriormente la trasparenza e l’efficienza delle piattaforme multilaterali di negoziazione di strumenti finanziari, anche al fine di garantire la “liquidabilità” (ancorché non necessariamente “liquidità”) di un investimento, in base alla legge della domanda e dell’offerta e secondo pre-determinate e trasparenti regole di negoziazione”.

Al fine di valutare la significatività delle risultanze di tale analisi è opportuno osservare che, in sede di determinazione del valore di una società, l'applicabilità delle metodologie di stima basate sulle quotazioni di mercato di società ritenute comparabili è subordinata alla verifica della capacità della *performance* recente del prezzo azionario di borsa di tali società di riflettere l'andamento futuro prospettico del valore della società *target*, per quanto ragionevolmente prevedibile all'epoca della valutazione.

È infatti noto che i prezzi di borsa non sempre riflettono i valori fondamentali delle società e negli anni recenti, a partire dall'inizio della crisi finanziaria mondiale nel 2007, nonché da ultimo anche nei mesi recenti, il divario tra tali due grandezze, unitamente alla volatilità delle quotazioni azionarie, è ulteriormente aumentato.

Alla luce di tali considerazioni, si segnala che le analisi valutative basate su quotazioni di mercato di entità comparabili a BPAA assumono una valenza di verifica delle risultanze della stima effettuata con il DDM, non potendosi nel caso di specie adottare tale metodologia quale criterio di stima per le ragioni dianzi esposte.

Ciò posto, le analisi condotte evidenziano come sia ragionevole prevedere, in assenza di un mutamento della dinamica dei prezzi di mercato nel settore bancario, che le risultanze del metodo fondamentale trovino riscontro con riferimento alle quotazioni delle sole banche comparabili che mostrano *performance* di mercato superiori alla media di settore.

In definitiva, il Valore di Recesso individuato costituisce un "valore/prezzo", nel senso che risulta dall'applicazione di una metodologia di natura fondamentale mitigata mediante l'utilizzo di parametri che tengano conto degli orientamenti di settore sulla adeguatezza patrimoniale delle banche in un contesto di mercato così complesso, nonché dei livelli di rischio/rendimento e crescita attesa attualmente riferibili al settore bancario.

Ciò non di meno il Valore di Recesso stimato si discosta dalle medie dei prezzi di mercato riscontrabili nel settore bancario, tenuto anche conto dell'attuale dinamica ribassista dei mercati finanziari per i titoli del settore bancario; circostanza questa che, peraltro, va ponderata rispetto alla decisione della banca di non provvedere alla liquidazione del Valore di Recesso ai fini della conservazione di un'adeguata patrimonializzazione di BPAA *post-trasformazione*.

8. Ai fini delle analisi oggetto del presente Parere è stato adottato, come anticipato, il metodo del *Dividend Discount Model* (il DDM) nella versione c.d. *excess capital*.

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

La stima dei flussi di Dividendi Attesi per il periodo di previsione esplicita è stata effettuata avendo riferimento ai valori di dividendo attesi risultanti da piani e

programmi pluriennali predisposti dal *management* aziendale, rettificati per tenere conto di quanto teoricamente distribuibile al fine di garantire un livello di patrimonializzazione adeguato a "finanziare" lo sviluppo e coerente con gli obiettivi individuati dal *management* aziendale, comunque nel rispetto dei requisiti definiti dalle Autorità di Vigilanza.

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

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

dove:

W è il valore economico della Banca;

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

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

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

i è il costo del capitale proprio.

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

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

$$i = i_1 + i_2$$

dove:

i è il costo del capitale proprio;

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

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

Come dianzi precisato si è ritenuto opportuno condurre ulteriori analisi volte a verificare se i risultati ottenuti impiegando il DDM siano in linea con quelli derivanti

dall'applicazione di altre metodologie valutative basate su prezzi/parametri di mercato. L'analisi è stata effettuata applicando il metodo diretto dei multipli di mercato basati sulle quotazioni di borsa. Inoltre, con finalità meramente informative, sono state indicati i multipli impliciti nelle operazioni di trasformazione di banche popolari in società per azioni effettuate nel recente passato.

I metodi diretti stimano il capitale economico di un complesso aziendale sulla base del valore di mercato (eventualmente rapportato a grandezze ritenute espressive del valore d'impresa) di complessi aziendali giudicati comparabili a quello oggetto di valutazione. Le metodologie in esame si distinguono in metodi diretti fondati sull'*equity approach to valuation* e metodi diretti basati sull'*entity approach to valuation* a seconda che la formula di valutazione sia mirata alla stima, in via diretta e immediata, del capitale proprio investito dagli azionisti (*equity*) o del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In quest'ultimo caso, la stima del capitale economico si ottiene sottraendo al *firm value* il valore di mercato dei debiti finanziari.

Nel caso di specie è stato preso a riferimento l'approccio valutativo di tipo *equity*, in base al quale il capitale economico di un complesso aziendale è da determinarsi secondo la seguente formula:

$$W = Molt_s \cdot k_t + VBA = \left(\frac{P}{k}\right)_s \cdot k_t + VBA$$

dove:

W è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$Molt_s$ ovvero $(P/k)_s$ è il moltiplicatore costruito in relazione a un campione di imprese comparabili al complesso aziendale oggetto di stima;

k_t è il valore della grandezza alla data di riferimento t ritenuta espressiva del valore del complesso aziendale, da individuare in coerenza con il denominatore di $Molt_s$;

PFN_t è il valore alla data di riferimento t della posizione finanziaria netta del complesso aziendale oggetto di stima;

VBA è il valore di eventuali beni accessori.

In particolare, l'analisi sui multipli è stata svolta prendendo a riferimento i multipli *Price/Book Value* ("P/BV") e *Price/Tangible Book Value* ("P/TBV"). Tali multipli sono stati selezionati in quanto costituiscono i *ratio* maggiormente utilizzati in letteratura e in prassi ai fini della valutazione di banche e di società finanziarie.

9. Alla luce di quanto sopra, tenuto conto delle risultanze della metodologia valutativa adottate e delle analisi finanziarie effettuate descritte nel Parere, è opinione di chi scrive che il Valore di Recesso possa essere ragionevolmente ricompreso all'interno dell'intervallo - determinato mediante l'applicazione della metodologia fondamentale

DDM nella versione *excess capital* – compreso tra € 11,09 per azione e € 15,00 per azione (corrispondente ad un valore della Banca compreso tra €/mln 553 e €/mln 748).

Tale intervallo valutativo, espresso in termini di valore implicito del *ratio* P/BV, corrisponde ad un *range* compreso tra 0,67 e 0,90. Tenuto conto della circostanza che i valori campionari del P/BV medio osservato nei dodici mesi antecedenti alla data del 30 giugno 2016⁽³⁾ risultano compresi tra 0,42 e 0,89 (con un valore medio pari a € 0,59), nonché delle peculiarità del recente andamento – e dunque la significatività limitata – delle quotazioni di borsa delle Comparabili, tale intervallo valutativo trova un riscontro nelle banche che presentano *performance* superiori alla media di mercato del settore bancario italiano⁽⁴⁾.

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

Come è ovvio, quanto più nella scelta del Valore di Recesso puntuale si opti per un allineamento all'estremo inferiore dell'intervallo di valori individuato, tanto maggiore sarà il tendenziale allineamento verso le risultanze delle analisi di mercato, con una prospettiva di minore scostamento dei prezzi che saranno nel breve negoziati sul mercato per titoli della società per azioni rispetto al Valore di Recesso definito.

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

Roma, 4 novembre 2016

Enrico Laghi


³ Si precisa che ai fini dell'applicazione delle metodologie valutative selezionate è stata presa a riferimento la data del 30 giugno 2016 al fine di mitigare gli effetti distortivi derivanti, tra l'altro, dall'andamento dei mercati finanziari e dagli eventi macroeconomici che hanno caratterizzato il 2016.

⁴ Si precisa che se si applicasse il metodo dei multipli avendo riferimento a tali statistiche campionarie la stima del Valore di Recesso risulterebbe compresa tra €/per azione 7,00 e €/per azione 14,89, corrispondente ad un valore azione della Banca compreso tra €/mln 349 e €/mln 742.