

Progetto di fusione

RELAZIONE DELL'ESPERTO SUL RAPPORTO DI CAMBIO

AI SENSI DELL'ART. 2501-SEXIES CODICE CIVILE

BANCA DI CREDITO POPOLARE S.C.P.A.

BANCA REGIONALE DI SVILUPPO S.p.A.

INDICE DEGLI ARGOMENTI

| | |
|---|----|
| 1. PREMESSA | 2 |
| 2. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA | 3 |
| 3. IPOTESI E LIMITI DELLE ANALISI EFFETTUATE | 6 |
| 4. SINTESI DELL'OPERAZIONE | 7 |
| 4.1. LE AZIENDE COINVOLTE | 7 |
| 4.2. I PASSAGGI SALIENTI FINO ALL'ACCORDO ED AL PROGETTO DI FUSIONE | 9 |
| 4.3 L'ACCORDO DI FUSIONE | 10 |
| 4.4 IL PROGETTO DI FUSIONE | 14 |
| 4.5 LE MOTIVAZIONI ECONOMICHE DELL'OPERAZIONE | 18 |
| 5. IL RAPPORTO DI CAMBIO: INTRODUZIONE E PIANO DI LAVORO | 19 |
| 5.1. CAPITALE ECONOMICO E METODI DI DETERMINAZIONE IN IPOTESI DI FUSIONE: CENNI..... | 20 |
| 5.2. I METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE: UNA SINTETICA RASSEGNA..... | 22 |
| 5.3. LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE BANCARIE | 28 |
| 5.4. I METODI FINANZIARI E DI MERCATO NELLA VALUTAZIONE DELLE BANCHE | 30 |
| 6. LAVORO SVOLTO DALL'ESPERTO | 33 |
| 6.1 I FONDAMENTI DEL RAPPORTO DI CAMBIO PROPOSTO..... | 35 |
| 6.2 I FINDINGS DELL'ADVISOR FINANZIARIO DI BCP | 35 |
| 6.3 IL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ E LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE: IL CONSULENTE ESTERNO DI BCP | 38 |
| 6.4 IL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ E LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE: I CONSULENTI ESTERNI DI BRS | 41 |
| 7. PROCEDURE SVOLTE..... | 46 |
| 8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO..... | 47 |
| 9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DALL'ESPERTO ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO MERITEVOLI DI SEGNALAZIONE..... | 51 |
| 10 CONCLUSIONI | 53 |

**RELAZIONE DEL DOTT. LUCIANO BIFOLCO
AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli azionisti di

Banca di Credito Popolare S.C.p.A.

Agli azionisti di

Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.

1. PREMESSA

Con provvedimento del 25-26 luglio 2022, il Tribunale di Napoli, Sezione Specializzata in materia d'Impresa, ha nominato lo scrivente dott. Luciano Bifulco, nato a Napoli il 4 maggio 1963, codice fiscale BFLLCN63E04F839S, con studio in Napoli, alla via Nuova Marina n. 20, iscritto presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Napoli al n. 1653/1619A, nonché Revisore Legale iscritto al Registro dei Revisori Legali presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al n. 69639, giusta Decreto Ministeriale del 04/07/1996, pubblicato in Gazzetta Ufficiale n.56bis del 12/07/1996, quale esperto "comune" indipendente per redigere la relazione ,ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 sexies c.c.

La nomina è conseguita all'istanza che i rappresentanti legali della Banca di Credito Popolare S.C.p.A. (in prosieguo anche BCP) e della Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. (in prosieguo anche BRS), come ammesso dall'art. 2501 sexies, comma quarto c.c., hanno sottoposto congiuntamente all'Ecc.mo Tribunale in vista della operazione di fusione per incorporazione di BRS – Incorporanda – in BCP – Incorporante, sulla quale saranno in seguito chiamati a deliberare i rispettivi azionisti riuniti collegialmente in seduta straordinaria.

L'esperto, ai sensi dell'art. 2501 sexies, commi primo e secondo, c.c. è chiamato a redigere... *una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni e delle quote, che indichi:*

- a) *il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;*
- b) *le eventuali difficoltà di valutazione.*

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

La "relazione" che ci si accinge a presentare, unitamente al progetto di fusione, alla situazione patrimoniale e alla relazione dell'organo amministrativo, oltre ai bilanci degli ultimi tre esercizi, completi di relazioni di amministratori, di sindaci ed eventualmente di revisori, devono restare depositati presso la sede delle società partecipanti, nei 30 giorni (ridotti a 15 nelle fusioni cui non partecipano società azionarie) che precedono l'assemblea chiamata a deliberare sulla fusione (e depositati poi insieme alla deliberazione di fusione presso il Registro delle Imprese).

La relazione, in particolare, fornisce alla platea sociale e a tutti gli altri soggetti interessati informazioni specifiche per la cui natura, ipotesi e limiti si rinvia a *infra*, rappresentando uno dei tasselli che vanno a comporre il complesso e articolato "mosaico informativo" voluto dal legislatore in ipotesi di fusione.

2. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Ai fini della predisposizione della presente relazione, lo scrivente, in riscontro alle richieste inoltrate durante l'espletamento del mandato, ha ricevuto dalle due Banche coinvolte nell'operazione i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

In particolare, hanno costituito oggetto di esame:

- “Findings di due diligence emersi nell’ambito della potenziale operazione di integrazione” rilasciati a BCP dal proprio due diligence advisor KPMG;
- Autorizzazione di KPMG Advisory all’Esperto comune al richiamo della presentazione “Findings” e dei suoi contenuti nella relazione ai sensi dell’art. 2501 sexies c.c.;
- Foglio excel di calcolo sviluppato dalla Banca di Credito Popolare S.C.p.A. per la determinazione del rapporto di cambio da includere nell’offerta vincolante;
- Offerta vincolante predisposta dalla Banca di Credito Popolare S.C.p.A. e sottoposta alla Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.;
- Estratto verbale CdA della Banca di Credito Popolare S.C.p.A. del 16.05.2022 avente ad oggetto l’approvazione dell’offerta vincolante da sottoporre alla Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.;
- Estratto verbale CdA della Banca di Credito Popolare S.C.p.A. del 30.05.2022 avente ad oggetto l’esito dell’offerta vincolante sottoposta alla Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.;
- Accordo di fusione e timeline dell’operazione approvati dai Consigli di amministrazione della Banca di Credito Popolare S.C.p.A. e della Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. rispettivamente in data 30.06.2022 e 29.06.2022;
- Progetto di Fusione approvato dagli organi amministrativi di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. e Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. rispettivamente in data 30 giugno 2022 e 29 giugno 2022;
- Relazione illustrativa sul progetto di fusione (in formato “bozza”) approvata dall’organo amministrativo di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. in data 30 giugno 2022;
- Estratto verbale CdA della Banca di Credito Popolare S.C.p.A. del 30.06.2022 avente ad oggetto l’approvazione dell’accordo, del progetto di fusione e della relazione illustrativa del progetto di fusione;
- Istanza congiunta al Tribunale delle Imprese per la nomina dell’esperto comune indipendente;
- Provvedimento di nomina del Tribunale delle Imprese dell’esperto comune indipendente nella persona del dott. Luciano Bifulco;
- Prospetti economico-patrimoniali del piano strategico 2021-2023 di BCP approvato (con revisioni) dal CdA il 31.03.2021 e modificato, per il 2022, il 21.12.2021, con le

- indicazioni da parte della direzione generale dell'evoluzione dei requisiti di capitale, delle attività ponderate per il rischio e altre informazioni;
- Estratto verbale CdA del 16.11.2020 relativo al punto del piano strategico 2021-2023;
 - Estratto verbale CdA del 31.03.2021 relativo al punto della revisione del piano strategico 2021-2023;
 - Estratto verbale CdA del 21.12.2021 relativo al punto del Budget e delle previsioni per l'anno 2022;
 - Previsioni di Stato Patrimoniale e di Conto Economico relative all'anno 2024 sviluppate dal Management di BCP;
 - Previsioni di Stato Patrimoniale consolidato (BCP e BRS) e di Conto Economico consolidato (BCP e BRS) relative agli anni 2023 e 2024 sviluppate dal Management di BCP con l'ausilio dell'advisor finanziario;
 - Bilancio al 31.12.2021 di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. approvato dall'assemblea dei soci in data 30.04.2022;
 - Bilancio al 31.12.2021 di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. approvato dall'assemblea dei soci in data 28.07.2022;
 - Bilanci esercizi 2020 e 2019 di Banca di Credito Popolare S.C.p.A.;
 - Bilanci esercizi 2020 e 2019 di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.;
 - Parere (fairness opinion) sulla congruità del rapporto di cambio rilasciato dal Consulente esterno Arché srl incaricato da Banca di Credito Popolare S.C.p.A.;
 - Autorizzazione di Arché srl all'Esperto comune al richiamo del parere (fairness opinion) e dei suoi contenuti nella relazione ai sensi dell'art. 2501 sexies c.c.;
 - Parere (fairness opinion) sulla congruità del rapporto di cambio rilasciato dai Consulenti esterni proff. Andrea Amaduzzi e Corrado Gatti incaricati da Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.;
 - Autorizzazione dei proff. Amaduzzi e Gatti all'Esperto comune al richiamo del parere (fairness opinion) e dei suoi contenuti nella relazione ai sensi dell'art. 2501 sexies c.c.;
 - Statuto societario della Banca di Credito Popolare S.C.p.A.;
 - Statuto societario della Banca Regionale di Sviluppo SpA;
 - Bilancio semestrale al 30.06.2022 di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 04.08.2022;

- Estratto verbale CdA della Banca di Credito Popolare S.C.p.A. del 04.08.2022 avente ad oggetto l'approvazione del bilancio semestrale al 30.06.2022;
- Bilancio semestrale al 30.06.2022 di Banca Regionale di Sviluppo SpA approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 29.09.2022;
- Istanza di autorizzazione trasmessa a Banca d'Italia da Banca di Credito Popolare S.C.p.A. con relativi allegati;
- Comunicazione di Banca d'Italia alla Banca di Credito Popolare S.C.p.A. di avvio del procedimento;
- Ulteriori informazioni, scritte e/o verbali, ottenute durante lo svolgimento dell'incarico dai Management delle due Banche;
- Dati pubblicamente disponibili fino alla data riportata nella presente relazione;
- Attestazione rilasciata dagli amministratori (o dal rappresentante) delle due Banche che, per quanto a conoscenza degli stessi, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle analisi dello scrivente, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli amministratori per la determinazione del Rapporto di cambio.

3. IPOTESI E LIMITI DELLE ANALISI EFFETTUATE

Relativamente ai documenti forniti dalle Banche e oggetto di esame, lo scrivente tiene ad evidenziare che la responsabilità dei loro contenuti rimane interamente a carico del management e degli organi amministrativi delle rispettive Banche. Si è fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza dei dati e informazioni fornite, le quali pertanto non sono state oggetto di alcuna verifica o forma di controllo.

Ai fini della redazione della presente relazione, più nello specifico, ci si è limitati a verificare dati ed informazioni per ragionevolezza e coerenza complessiva con il supporto delle necessarie analisi relative alle aziende coinvolte nella fusione ed al contesto in cui esse operano.

Particolare rilievo hanno rivestito ai fini degli accertamenti finalizzati alle verifiche di cui all'art. 2501 sexies c.c., le relazioni dei consulenti esterni incaricati dalle due Banche, che sono state assunte dai rispettivi Consigli di Amministrazione a base dell'approvazione dell'accordo e del progetto di fusione.

Nello sviluppo dell'incarico assegnatogli, lo scrivente non ha fatto alcun ricorso alle procedure di revisione contabile né ha svolto verifiche dirette ad accertare la presenza di eventuali passività potenziali di qualsiasi natura, o di altro genere.

I dati prospettici e le proiezioni a cui si richiamano molti dei documenti analizzati, essendo basati su ipotesi di eventi futuri e su azioni degli organi amministrativi, sono connaturati da elementi di soggettività, da incertezze e in particolare dalla rischiosità connessa al fatto che eventi preventivati ed azioni dai quali traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura diversa da quella prospettata, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti fra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi.

L'analisi effettuata si è basata sulle condizioni economiche e di mercato esistenti alla data di riferimento dell'analisi o alla data in cui le stesse sono state fornite. Eventuali futuri cambiamenti delle condizioni generali di mercato che dovessero discostarsi in modo sostanziale dalle ipotesi formulate dal Management potrebbero portare significativi cambiamenti nei risultati ottenuti e pertanto alle conclusioni della presente relazione.

In nessun caso le analisi svolte ai fini del presente documento possono essere intese come giudizio professionale o altra sorta di opinione espressa a garanzia dei dati previsionali e delle ipotesi alla base degli stessi o come opinione sull'opportunità o convenienza in relazione all'effettuazione della Fusione o della Riorganizzazione.

4. SINTESI DELL'OPERAZIONE

L'operazione qui oggetto di esame concerne, come già ricordato, la fusione per incorporazione di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. (Incorporanda) in Banca di Credito Popolare S.C.p.A. (Incorporante).

4.1. LE AZIENDE COINVOLTE

La Società Incorporante ha la forma giuridica di società cooperativa per azioni con la denominazione di "Banca di Credito Popolare S.C.p.A.".

La sede legale è sita in Corso Vittorio Emanuele 92/100, Torre del Greco (Napoli). Ha

codice fiscale e partita IVA 01241921210 ed è iscritta presso il Registro delle Imprese di Napoli con numero 00423310630, REA N. 263669.

Il capitale sociale, alla data del 31.12.2021, è pari a euro 20.038.700,04; esso risulta interamente sottoscritto e versato ed è diviso in n. 7.766.938 azioni ordinarie azioni aventi valore nominale pari a euro 2,58 ciascuna. Il valore del patrimonio netto contabile, alla medesima data, comprensivo delle riserve da valutazione e dell'utile dell'esercizio 2021, quest'ultimo di circa euro 3.100.000, assomma a euro 199.747.000. Tenuto conto della tranche di azioni rimborsata nel primo trimestre 2022 agli eredi dei soci defunti, le azioni detenute in portafoglio dalla banca totalizzano n. 276.238; di conseguenza, il numero delle azioni in circolazione ammonta a 7.490.700.

La Società Incorporante è una banca iscritta all'Albo delle Banche tenuto dalla Banca d'Italia con il n. 4798/40 e presso l'Albo dei Gruppo Bancari tenuto dalla medesima Banca d'Italia al n. 5142.5 e aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi.

La Società Incorporante è Capogruppo del Gruppo Bancario Banca di Credito Popolare giacché controlla al 100% la Società Immobiliare Vallelonga S.r.l. unipersonale.

Le origini della BCP risalgono all'anno 1888. Opera quasi esclusivamente in Campania, con 62 filiali riconducibili a 7 aree territoriali. Il numero di dipendenti oltrepassa i 500.

La Società Incorporanda presenta la forma di società per azioni con la denominazione di "Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.".

La sede legale è sita in Piazza Municipio 84, Napoli. Ha codice fiscale e partita IVA 07634270636, il numero di iscrizione REA è 647132.

La Banca Regionale di Sviluppo S.p.A., alla data del 31.12.2021, ha un capitale sociale pari a euro 21.874.339,66, interamente sottoscritto e versato, diviso in n. 342.042 azioni aventi valore nominale pari a euro 63,95 ciascuna. Il valore del patrimonio netto contabile, alla medesima data, comprensivo delle riserve da valutazione e, con segno negativo, della perdita dell'esercizio 2021 (circa euro 1.161.000), assomma a euro 12.888.000.

È iscritta all'Albo delle Banche tenuto dalla Banca d'Italia con il n. 5471 e aderisce al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia.

La BRS si è costituita nell'anno 2000 sotto la forma giuridica di Banca Popolare. Nel 2015 si è avuta la trasformazione in società per azioni. Opera sul territorio campano con 6 filiali e circa 55 dipendenti.

4.2. I PASSAGGI SALIENTI FINO ALL'ACCORDO ED AL PROGETTO DI FUSIONE

La fusione che vede coinvolte le due banche ha sembra aver iniziato ad assumere contorni di fattibilità a partire dalla seconda metà di **febbraio 2022**. Sono difatti riconducibili a tale periodo i primi decisi contatti e interlocuzioni informali volti a verificare la sussistenza dei presupposti industriali, finanziari, economici e giuridici per l'incorporazione di BRS in BCP.

In data **11.03.2022** BCP ha trasmesso a BRS una proposta non vincolante. La proposta illustra gli aspetti essenziali dell'Operazione ed è volta a raccogliere l'autorizzazione allo svolgimento di una *due diligence* su taluni specifici e determinati profili di BRS. Nello sviluppo della proposta e nelle ulteriori fasi successive, le due Banche sono state assistite dai rispettivi advisors legali e finanziari.

In data **16.03.2022**, ottenuta l'approvazione della proposta ad opera di BRS, la BCP ha avviato le attività di *due diligence*, che hanno verosimilmente richiesto più tempo di quanto inizialmente stimato, come testimoniato dalle proroghe richieste dalla Incorporante e concesse dalla Incorporanda. Le proroghe si sono rese necessarie per la BCP in vista dell'effettuazione di adeguati approfondimenti su alcuni elementi di assoluto rilievo emersi nel corso delle verifiche e controlli.

In data **16.05.2022**, BCP ha trasmesso la offerta vincolante a BRS. La stessa è stata successivamente oggetto di modifiche che sono state recepite nella nuova offerta del **24.05.2022**.

In data **27.05.2022**, il Consiglio di Amministrazione di BRS ha deliberato di accettare la nuova Offerta Vincolante. BRS si è quindi attivata al fine di acquisire dai propri azionisti di riferimento, rappresentanti almeno il 66,01% del capitale sociale di BRS, una dichiarazione di impegno a presenziare all'Assemblea dei soci di BRS chiamata ad esprimersi sulla Operazione e a votare in favore della stessa. Con distinte lettere e comunicazioni, gli Azionisti di riferimento di BRS hanno fatto pervenire a BRS le dichiarazioni attestanti l'interesse ed il gradimento dei medesimi al perfezionamento dell'Operazione, nonché il loro impegno a partecipare all'Assemblea dei soci convocata per le necessarie deliberazioni, con ciò ritenendosi integrata la condizione di cui alla Lettera D della Nuova Offerta Vincolante.

In data **30.06.2022**, in ottemperanza a quanto previsto nella Nuova Offerta Vincolante,

è stato stipulato l'accordo di fusione fra le Banche, che disciplina le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della Fusione e la relativa tempistica (**Timeline**), gli obblighi informativi, le condizioni sospensive all'efficacia della Fusione, nonché gli obblighi di gestione interinale in capo a BRS.

In occasione della riunione del **29.06.2022**, il Consiglio di Amministrazione di BRS ha approvato l'Accordo di Fusione e la Timeline dell'Operazione nonché la situazione patrimoniale di BRS alla data del 31 dicembre 2021 ed il progetto di fusione ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile.

Nel corso della riunione del **30.06.2022**, l'organo amministrativo di BRS ha approvato il progetto di bilancio di BRS alla data del 31 dicembre 2021.

In data **30.06.2022** il Consiglio di Amministrazione di BCP ha approvato l'Accordo di Fusione e la Timeline dell'Operazione, il Progetto di Fusione e la relazione illustrativa ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile.

In data **28.07.2022** l'assemblea dei soci di BRS ha approvato il bilancio chiuso al 31.12.2021.

In data **05.08.2022**, la BCP ha trasmesso a Banca d'Italia l'istanza di autorizzazione all'operazione di fusione, unitamente a tutta la documentazione di corredo.

Alla data di redazione del presente documento, secondo quanto riportato nell'Istanza di autorizzazione all'operazione di fusione sottoposta da BCP alla Banca d'Italia, si sono verificate tutte le condizioni sospensive che, ai sensi dell'Accordo di Fusione, avrebbero dovuto verificarsi entro la data di presentazione alla Banca d'Italia dell'istanza di autorizzazione all'Operazione. Si attende l'avveramento delle ulteriori condizioni sospensive il cui verificarsi è previsto successivamente a tale data.

4.3 L'ACCORDO DI FUSIONE

La fusione per incorporazione di BRS in BCP si inquadra nell'ambito dell'accordo di fusione approvato dai Consigli di Amministrazione dell'Incorporanda e dell'Incorporante, rispettivamente in date 29.06.2022 e 30.06.2022.

Con riferimento al rapporto di cambio (art. 4, in particolare 4.1.), le parti hanno ritenuto congruo il rapporto di 1 (una) azione di BCP ogni 30 (trenta) azioni di BRS. Tale rapporto – viene precisato – è *...stabilito in via convenzionale nell'ottica di riconoscimento di un valore agli attuali azionisti di BRS, nonostante l'equity value*

negativo di BRS.

Sulla base del predetto rapporto di cambio ... *la Società Incorporante emetterà nuove azioni o assegnerà azioni proprie in portafoglio fino a massime complessive n. 11.402 azioni, cosicché agli azionisti della Società Incorporata verrà assegnata nel complesso una partecipazione pari al massimo allo 0,15% del capitale sociale dell'entità risultante dalla Fusione.*

Nella determinazione del rapporto di cambio di n. 1 azione BCP ogni 30 azioni BRS hanno assunto particolare rilievo:

- le evidenze dell'attività di Due Diligence condotte su BRS;
- le metodologie valutative ritenute applicabili avuto riguardo alla migliore dottrina e prassi professionale, tenuto conto dell'indisponibilità di un vigente ed affidabile piano industriale approvato per BRS su base *stand-alone*;
- le metodologie valutative inerenti alle consistenze patrimoniali ed alle prospettive reddituali in ottica *stand-alone*;
- la necessità di attuare una intensa ristrutturazione di BRS nel nuovo contesto di gruppo derivante dall'Operazione, anche attraverso misure di efficientamento della struttura operativa.

In merito invece alla tempistica dell'operazione (art. 5, in particolare 5.1), le parti si sono impegnate a dare attuazione a tutte le azioni nei termini indicati nella **timeline** allegata all'accordo, con la precisazione che il corretto svolgimento delle stesse costituisce condizione necessaria per il perfezionamento della Fusione.

Nell'accordo di fusione sono successivamente indicate quali ulteriori condizioni sospensive (art. 5.2): l'approvazione del progetto di fusione da parte dei Consigli di Amministrazione della Società Incorporante e della Società Incorporata entro il 29 giugno 2022 e da parte delle rispettive Assemblee degli Azionisti entro il 24 novembre 2022; l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di BRS del progetto di bilancio relativo all'esercizio 2021 nel termine del 30.06.2022, sul presupposto che l'Assemblea dei Soci di BRS deliberi in senso conforme l'approvazione del medesimo bilancio 2021 entro il 15 agosto 2022.

Sei ulteriori condizioni alle quali viene subordinata la fusione, comunque da completarsi nel termine del 31.12.2022, sono poi enunciate all'art. 6. In particolare:

- 6.1.1 rilascio da parte delle competenti Autorità di tutti i provvedimenti di approvazione e autorizzazione e/o consensi necessari ai sensi di legge per il completamento della Fusione;
- 6.1.2 entro il 30 settembre 2022, BRS dia adeguata evidenza della definitiva estinzione di tutti i contenziosi di cui ai seguenti R.G. 32383/2019, 20257/2020 e 24103/2020;
- 6.1.3 entro il 7 luglio 2022, e comunque entro e non oltre la data di invio della istanza autorizzativa alla Banca d'Italia relativa alla Fusione, evidenza da parte di BRS della avvenuta stipula di accordo transattivo con definitiva estinzione di tutti i contenziosi di cui al ricorso ex art. 414 c.p.c. relativo a un accordo tra BRS e la FISAC CGIL del 14 gennaio 2014, o che comunque venga fornita a BRS tempestivamente un percorso di risoluzione di tale contenzioso che sia di ragionevole soddisfazione per BCP;
- 6.1.4 entro il 30 novembre 2022, effettuazione da parte di BRS di attività di derisking idonee a garantire un NPE ratio lordo (crediti deteriorati lordi su crediti totali verso la clientela) non superiore al 5% e le anzidette cessioni avvengano in linea con le condizioni di mercato, fermo restando la preventiva informativa a BCP per le opportune valutazioni;
- 6.1.5 notifica da parte di BRS alle controparti dei contratti, commerciali o di altra natura, contenenti clausole relative al change of control, di apposite comunicazioni volte a dare atto del previsto cambio di controllo, anticipando, per quanto concerne l'outsourcer IT, l'intenzione di recesso e la conseguente migrazione da realizzarsi per effetto della Fusione;
- 6.1.6 corretto ed esatto adempimento delle Parti agli obblighi di cui all' Accordo.

La prima delle condizioni elencate è imposta dalla legge e quindi non è rinunciabile dalle parti.

Le ulteriori cinque, invece, in quanto poste nel solo ed esclusivo interesse della Società Incorporante, possono essere eventualmente rimosse dalla stessa entro la data prevista per il loro avveramento.

Resta inteso che, salva la facoltà di rinuncia appena segnalata, in caso di mancato avveramento anche di una sola delle suddette Condizioni Sospensive, l'Accordo dovrà intendersi decaduto automaticamente e privo di qualsiasi effetto.

Rispetto alle condizioni appena enunciate, in particolare limitatamente a quelle

“scadenzate” entro la data di presentazione alla Banca d'Italia dell'istanza di autorizzazione all'Operazione, secondo quanto riportato nella medesima Istanza di autorizzazione, si registra il loro completo avveramento. Rimangono tuttavia ancora in sospeso le ulteriori condizioni il cui verificarsi è previsto successivamente a tale data. L'art. 7 dell'accordo di fusione ha invece ad oggetto gli obblighi di gestione interinale in capo a BRS fino al definitivo perfezionamento dell'operazione. Gli obblighi sono di vario genere: vanno dall'esclusivo svolgimento ad opera di BRS di attività di ordinaria amministrazione nel rispetto dei principi di sana e prudente gestione, alla assunzione di comportamenti da parte della stessa volti a preservare i propri assets, inclusi l'avviamento e il know-how nonché i rapporti con i propri clienti (7.1.1), alle decisioni che essa è chiamata ad assumere nei rapporti con i lavoratori (7.1.2), alla tempestiva trasmissione a BCP della documentazione e delle informazioni che afferiscono l'andamento societario di BRS (7.1.3), alla tempestiva trasmissione a BCP della documentazione e delle informazioni che afferiscono a paventate azioni legali nei riguardi di BRS (7.1.4).

È stato poi stabilito che... *il Consiglio di Amministrazione di BRS provveda a (x) informare BCP circa le riunioni del proprio Consiglio di Amministrazione, trasmettendo tempestivamente il relativo avviso di convocazione, e (y) invitare a presenziare a tali riunioni un esperto indicato da BCP il quale potrà fornire il proprio contributo alla luce della Fusione, nel rispetto di ogni normativa applicabile (e quindi, se necessario, previa sottoscrizione di uno specifico accordo di riservatezza e, sempre se necessario, previa iscrizione dell'esperto nel registro insider di BRS).*

Meritevole di segnalazione, per il legame con l'art. 7.1.1, è infine quanto stabilito all'art. 7.1.6: ... *nel caso in cui dovessero verificarsi situazioni che richiedano decisioni da parte di BRS che non siano di ordinaria amministrazione, BRS comunichi tempestivamente tali situazioni a BCP, insieme alle decisioni che BRS intende assumere in merito al fine di confrontarsi con BCP sulle decisioni da prendere nel migliore interesse di BRS, anche nell'ottica del perfezionamento della Fusione; ove BCP non riscontri la comunicazione di BRS entro 3 (tre) Giorni Lavorativi, o di 1 (un) Giorno Lavorativo nel caso di urgenza, BRS sarà libera di assumere a propria discrezione le decisioni prospettate nella comunicazione (7.1.5).*

L'accordo di fusione prosegue con l'art. 8, che disciplina l'*Eventuale opposizione alla fusione*, l'art. 9 che regola il *Recesso dal presente accordo*, l'art. 10 intitolato

Costi e spese, l'art. 11 incentrato su *Riservatezza e contenuti*, l'art. 12 che detta le *Disposizioni generali*, l'art. 13 che fornisce indicazioni su *Leggi applicabili e Controversie*.

4.4 IL PROGETTO DI FUSIONE

L'art. 2501 ter c.c., rubricato Progetto di fusione, stabilisce che:

L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;*
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;*
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro;*
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;*
- 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;*
- 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;*
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;*
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.*

Il conguaglio in danaro indicato nel numero 3) del comma precedente non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.

Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione. In alternativa al deposito presso il registro delle imprese il progetto di fusione è pubblicato nel sito Internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

Tra l'iscrizione o la pubblicazione nel sito Internet del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.

Il Consiglio di Amministrazione di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. e il Consiglio di Amministrazione di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. hanno predisposto e approvato – rispettivamente il 30.06.2022 e il 29.06.2022 – il progetto relativo alla fusione per incorporazione di BRS in BCP.

Il progetto si apre fornendo sintetiche indicazioni sulle motivazioni economiche che hanno spinto la BCP, come soggetto Incorporante e Banca regionale di riferimento, a farsi parte attiva dell'operazione. Si rinvia al paragrafo successivo di questa relazione per una sintetica rappresentazione delle suddette motivazioni.

Prosegue il progetto di fusione che, dopo aver indicato i "Tipi, le denominazioni e le sedi delle società partecipanti alla fusione", in relazione allo Statuto sociale dell'incorporante, stabilisce che: La Società incorporante manterrà lo statuto sociale attualmente in vigore, senza necessità di effettuare modifiche *statutarie*. *La Fusione determinerà, alla data di perfezionamento della stessa, l'estinzione della società Incorporanda.*

L'attenzione viene poi rivolta al rapporto di cambio: si ribadisce il rapporto di n. 1 azione di BCP ogni 30 azioni di BRS convenuto tra le due Banche nell'accordo di fusione. Il rapporto è determinato anche tenuto conto dell'obbligo di contenere il conguaglio in denaro entro la soglia massima del 10% (dieci per cento) (ex art.2501 ter del Codice Civile) del valore nominale delle azioni assegnate.

A seguito dell'esecuzione della Fusione, la Società Incorporante procederà all'emissione di nuove azioni ordinarie nel contesto di un'operazione di aumento di capitale sociale a ciò destinata, che verranno assegnate ai soci della Società Incorporanda sulla base del Rapporto di Cambio e/o procederà all'assegnazione ai soci della Società Incorporanda di azioni proprie già in portafoglio fino ad un massimo di complessive n. 11.402 azioni.

Qualora, in applicazione del Rapporto di Cambio, spettasse agli azionisti della Società Incorporanda ricevere un numero non intero di azioni della Società Incorporante, questa ultima procederà alla liquidazione dei resti ad un controvalore calcolato sulla base delle metodologie valutative utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, senza aggravio di spese, bolli o commissioni. In virtù di quanto previsto dall'art. 2504-ter del Codice Civile a BCP non verranno assegnate azioni proprie in concambio delle azioni BRS detenute da BCP.

Come base di calcolo del rapporto di cambio, **le società hanno assunto a riferimento i**

dati economico-patrimoniali e finanziari riferiti all'esercizio al 31 dicembre 2021, che sono stati utilizzati quali situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi dell'art. 2501-quater, comma 2, del Codice Civile. In particolare, si è fatto riferimento: (i) quanto alla Società Incorporante, al bilancio di esercizio al 31 dicembre 2021, approvato dall'Assemblea dei soci di BCP in data 30 aprile 2022; (ii) quanto alla Società Incorporanda, alla situazione patrimoniale approvata in data 29 giugno 2022 dal Consiglio di Amministrazione di BRS le cui risultanze corrispondono a quelle del progetto di bilancio di esercizio al 31 dicembre 2021, approvato entro il 30 giugno 2022 dal Consiglio di Amministrazione di BRS, fermo restando che esso dovrà essere approvato dall'Assemblea dei soci di BRS entro il 15 agosto 2022.

Relativamente agli effetti della fusione ed alla imputazione delle operazioni della Incorporanda al bilancio della Incorporata, il progetto di fusione si richiama all'art. 2504-bis, secondo comma, c.c. secondo il quale la fusione avrà efficacia contestuale alla data in cui verrà eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte dalla disposizione civilistica ovvero dall'eventuale data successiva stabilita nell'atto di fusione.

Con riferimento, invece, alle richieste di cui ai punti 5) e 6) dell'art. 2501 ter c.c., rispettivamente: la data dalla quale le azioni della Incorporante assegnate ai soci della Incorporanda partecipano agli utili nonché la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società incorporanda sono imputate al bilancio della società incorporante, nel progetto si stabilisce, quanto alla prima, il godimento regolare delle azioni e l'attribuzione ai loro possessori di diritti equivalenti a quelli spettanti, ai sensi di legge e di Statuto sociale, ai possessori delle azioni in circolazione al momento della loro emissione, quindi alla data di efficacia della fusione, quanto alla seconda, l'imputazione delle operazioni della Incorporanda al bilancio della Incorporante a decorrere dalla data di efficacia della fusione (dalla stessa data decorreranno gli effetti fiscali).

Il progetto di fusione prosegue focalizzando l'attenzione sul "Trattamento riservato a particolari categorie di soci o ai possessori di titoli diversi dalle azioni" e sui "Vantaggi particolari a favore degli amministratori". Su entrambe le fattispecie, tuttavia, non si riavvisa alcuna concessione.

Il progetto indica, poi, le "Condizioni cui sono subordinati il perfezionamento e l'efficacia della fusione", gran parte delle quali vengono richiamate nell'accordo di fusione.

Di seguito se ne offre la rappresentazione completa:

- (i) entro il 30 settembre 2022, BRS dia adeguata evidenza della definitiva estinzione di tutti i contenziosi di cui ai seguenti R.G. 32383/2019, 20257/2020 e 24103/2020, alla luce dell'accordo transattivo stipulato tra Fallimento SMIC e BRS;
- (ii) al rilascio delle autorizzazioni da parte della Banca d'Italia in relazione alla Fusione ai sensi dell'articolo 57 del TUB e del Titolo III, Capitolo 4, della Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999, come successivamente modificata e integrata;
- (iii) al positivo decorso del termine di 15 (quindici) giorni di cui al combinato disposto dell'art. 2503 del Codice Civile e 57, terzo comma, del TUB, senza alcuna opposizione da parte dei creditori delle Società Partecipanti alla Fusione; ovvero
- (iv) in caso di opposizione alla Fusione, al verificarsi del precedente tra il raggiungimento di un accordo da parte di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione con il creditore opponente, ovvero la decisione del Tribunale competente che disponga che la Fusione abbia luogo nonostante l'opposizione alla Fusione;
- (v) all'effettuazione da parte di BRS, entro il 30 novembre 2022, di attività di *derisking* idonee a garantire un NPE *ratio lordo* (crediti deteriorati lordi su crediti totali verso la clientela) non superiore al 5% (cinque per cento) e le anzidette cessioni avvengano in linea con le condizioni di mercato, fermo restando la preventiva informativa a BCP per le opportune valutazioni;
- (vi) all'avvenuto recapito alle controparti dei contratti, commerciali o di altra natura, contenenti clausole relative al *change of control* di apposite comunicazioni volte a dare atto del previsto cambio di controllo, anticipando con l'occasione, per quanto concerne l'*outsourcer* IT, l'intenzione di recesso e la conseguente migrazione da realizzarsi per effetto della Fusione;
- (vii) l'Accordo di Fusione tra BCP e BRS sia stato sottoscritto entro il 30 giugno 2022 e BCP e BRS abbiano correttamente adempiuto agli obblighi in esso contenuti.

Il progetto, infine, si chiude con la specificazione che:

Sono fatte salve le variazioni e/o le integrazioni al presente Progetto di Fusione e all'Allegato Statuto Sociale della Società Incorporante eventualmente richieste dalla Banca d'Italia ovvero, in sede di iscrizione nel Registro delle Imprese, rispetto alle quali il Consiglio di Amministrazione conferisce delega al Presidente Mauro Ascione, a condizione che si tratti di correzioni di errori materiali e modifiche non sostanziali.

4.5 LE MOTIVAZIONI ECONOMICHE DELL'OPERAZIONE

Le motivazioni economiche dell'operazione di fusione per incorporazione di BRS in BCP sono rappresentate nella relazione illustrativa del progetto di fusione approntata dagli amministratori della BCP.

Il documento è stato rilasciato allo scrivente Esperto in formato "bozza". Le motivazioni ivi indicate, in parte riprese anche nel progetto di fusione, in data 01.07.2022 sono state portate a conoscenza della platea sociale e di tutti gli altri soggetti interessati mediante la pubblicazione sui siti web delle due banche di un comunicato congiunto dei Consigli di Amministrazione.

Uno specifico allegato alla istanza di autorizzazione trasmessa a Banca d'Italia, intitolato "Relazione Tecnica ed Organizzativa relativa alla Fusione di BRS in BCP", offre ampi e ulteriori approfondimenti sull'argomento.

In via generale, BCP, tenuto conto del proprio posizionamento nella Regione di riferimento, ritiene che l'Operazione possa consentire di consolidare la propria quota di mercato, ampliando la propria base clienti su un territorio particolarmente interessante dal punto di vista economico, rispondendo così ai nuovi bisogni della clientela retail e corporate.

L'Operazione è finalizzata ad una potenziale valorizzazione degli assets, tangibili e intangibili, e delle competenze specialistiche delle risorse di BRS, che potrebbero garantire un forte sviluppo dei centri di competenza all'interno di BCP, nonché migliorare e rendere ancora più efficace la sua azione commerciale e il suo presidio sull'intera Regione Campania.

Attraverso l'operazione, BCP, quale società risultante dalla Fusione, ritiene di poter beneficiare di:

- un incremento dei ricavi derivanti dalla crescita del numero dei clienti e dall'ampliamento delle possibilità di cross selling, perseguendo un progetto industriale sempre più ispirato a logiche di specializzazione, basate sui diversi bisogni dei rispettivi segmenti di clientela e sulla valorizzazione di competenze specialistiche;
- una riduzione dei costi di struttura, da attuarsi principalmente attraverso economie di scala, logiche di centralizzazione dei costi di approvvigionamento e abbattimento di componenti di spesa razionalizzabili;

- riduzione dei rischi complessivi principalmente rappresentati dal rischio di concentrazione, nonché esposizioni verso clientela classificate come non performing;
- possibili vantaggi fiscali legati alla recente evoluzione normativa, in particolare in materia di aggregazione tra imprese di cui alla legge di bilancio 2021 e successivamente prorogata con legge di bilancio 2022.

Infine, nella prospettiva di BCP, gli effetti conseguenti all'operazione e all'incorporazione di BRS, anche sulle attività ponderate per il rischio, non dovrebbero determinare aggravii sui propri coefficienti patrimoniali, giacché l'operazione dovrebbe essere realizzata in un contesto di sostanziale neutralità anche sotto il profilo prudenziale. In particolare, assumendo l'obiettivo dell'invarianza del TCR di BCP previsto per il 2023 (15,4%), il fabbisogno di patrimonio regolamentare generato dall'integrazione delle attività e passività dell'Incorporanda – come riferito dal management della BCP ed evidenziato in uno dei documenti allegati all'istanza sottoposta a Banca d'Italia per l'autorizzazione all'operazione di fusione – troverebbe copertura, per una parte, nelle DTA di BRS computabili ai fini del c.d. bonus aggregazioni, ferma l'opportunità cautelativa di presentazione di un interpello formale all'Agenzia delle Entrate, per l'altra, nel patrimonio netto stimato di BRS a fine esercizio 2022, al netto delle rettifiche, corrette degli effetti fiscali, emerse a seguito delle attività di due diligence.

5. IL RAPPORTO DI CAMBIO: INTRODUZIONE E PIANO DI LAVORO

Lo scrivente, secondo quanto richiesto dall'art. 2501 sexies, commi primo e secondo, c.c. è chiamato a redigere... *una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni e delle quote, che indichi:*

- c) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;*
- d) le eventuali difficoltà di valutazione.*

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

Si procede in seguito a sviluppare i temi appena enunciati nel rispetto dell'unico percorso logico di carattere economico osservabile in operazioni di questo genere

(fusione, in particolare fusione per incorporazione).

Muovendo dalla considerazione che il rapporto di cambio altro non è che il risultato che si ottiene rapportando i **valori unitari effettivi** delle azioni delle società partecipanti alla fusione, determinati anche alla luce del confronto negoziale intervenuto tra le parti¹, appare evidente come qualsiasi giudizio che si voglia esprimere sul rapporto di cambio presupponga una preliminare valutazione da fornire sui metodi attraverso i quali sono stati calcolati i valori economici delle suddette società. È, difatti, attraverso il preliminare calcolo del valore effettivo della singola azienda che risulta possibile, dopo aver rapportato quest'ultimo al numero delle azioni in circolazione, procedere alla determinazione del rapporto di cambio.

A conferma di ciò, si consideri che il dettato legislativo, dopo aver richiesto in termini generici all'esperto di esprimersi sulla congruità del rapporto di cambio, successivamente rinvia ai metodi che sono stati seguiti nella sua determinazione e ai valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi. In un secondo momento si richiede di rappresentare anche le eventuali difficoltà di valutazione.

5.1. CAPITALE ECONOMICO E METODI DI DETERMINAZIONE IN IPOTESI DI FUSIONE: CENNI

Il calcolo del rapporto di cambio, come appena ricordato, è fondamentalmente basato sulla valutazione del **capitale economico** delle società partecipanti all'operazione. Tale affermazione impone, per motivi di chiarezza, di spendere qualche parola sul concetto di capitale economico nonché sulle metodologie/metodi impiegabili ai fini della sua determinazione.

Il **capitale economico** di un'azienda, com'è noto, è nozione ben diversa da quella di **capitale/patrimonio netto di funzionamento**. Esso, a ben vedere, può ritenersi il vero valore dell'azienda, in quanto riesce a dare espressione anche a tutte le potenzialità operative in essere al momento della stima².

¹ A titolo di completezza, il rapporto di cambio è definito "teorico" o "puro" quando prescinde dai differenti interessi (eventuali) delle parti in causa nell'operazione di fusione, in particolare dalla loro forza contrattuale e dal particolare contesto in cui si svolge l'operazione. Il rapporto di cambio diviene "effettivo", discostandosi da quello "teorico", quando la sua determinazione è influenzata da un "confronto negoziale" basato su valutazioni di convenienza soggettive o da eventuali situazioni di subalternità per una delle parti, che comporta un'assenza di confronto negoziale (ad es. controllante – controllata).

² G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI (1997), *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, p. 6: "...il capitale economico si distinguerebbe dal capitale di bilancio o di funzionamento: mentre quest'ultimo è un fondo di valori scindibile in componenti complementari e analitiche (e, di più, risultante dalla loro sommatoria), il capitale economico è un valore unico e sintetico, che non può suddividersi nelle singole parti costitutive."

La misura del capitale economico, di norma, oltrepassa quella del capitale netto di bilancio: il divario può essere ricondotto all'operatività del complesso aziendale in modo proficuo, a sua volta ascrivibile alle capacità distintive e alle risorse, tangibili e intangibili, che l'azienda ha saputo crearsi nel tempo. Il capitale economico, a differenza del patrimonio di bilancio, non si limita a considerare le risorse aziendali che hanno trovato iscrizione nella contabilità dell'azienda, ma possiede il merito di dare espressione anche alle risorse non iscritte ovvero alle risorse intangibili cd. autogenerate nel tempo dall'azienda (es. know how e formule di processi e attività, particolari capacità delle risorse umane), che sono alla base del proprio successo competitivo e che verrebbero a palesarsi in occasione della cessione della stessa o nell'ipotesi in cui essa venisse coinvolta in operazioni straordinarie di altro tipo, quali sono per l'appunto le "fusioni".

Alla determinazione del capitale economico è possibile pervenire attraverso l'applicazione di diversi metodi o metodologie, tutte ritenibili potenzialmente corrette. È pur vero, però, che tra i tanti metodi impiegabili è opportuno indirizzarsi su quelli maggiormente correlati alla finalità della stessa valutazione (a sua volta dipendente dal tipo di operazione che si accinge a realizzare: cessione, conferimento, fusione, scissione, ecc.), ma anche alle caratteristiche peculiari dell'azienda oggetto di stima³.

Nella scelta del metodo o dei metodi più adeguati, in ipotesi di fusione, dottrina e prassi insistono in modo particolare sull'esigenza di privilegiare quelli forniti di molta cautela e utilizzati con modalità dimostrabili. Si insiste molto anche sull'impiego per le aziende coinvolte nella fusione di **metodi omogenei**, muovendo dal presupposto che in questo tipo di operazione non si tratta di valutare semplicemente un prezzo di cessione, così come avviene quando l'azienda è oggetto di compravendita. **Ciò che prevale è l'importanza del reciproco rapporto esistente tra i valori delle aziende partecipanti all'operazione: non si vuole, in definitiva, sapere quanto effettivamente valgono le aziende in sé, ma piuttosto quanto ciascuna di esse vale in rapporto all'altra.**

In ogni caso l'esigenza della omogeneità non deve essere interpretata in modo irrazionale e acritico, giungendo ad adottare l'identico metodo di valutazione per

³ In tal senso ampiamente L. GUATRI (2005), Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, Università Bocconi Editore, Milano.

esprimere i valori di due aziende di natura affatto diversa, nelle quali le determinanti specifiche del valore sono differenti, come, per esempio, accade in una fusione tra imprese svolgenti diversi tipi di attività o che abbiano dimensioni diverse o che, pur svolgendo la medesima attività, si connotano per percorsi gestionali o andamenti economico-finanziari del tutto differenziati.

Si rileva altresì che, sotto un profilo squisitamente teorico, i valori delle aziende partecipanti alla fusione (e, quindi, il conseguente rapporto di cambio) andrebbero determinati sulla base del contributo che ciascuna di esse è in grado di apportare al nuovo sistema costituendo. Sicché, la misura del valore assegnabile alle singole aziende dovrebbe partire dalla stima del valore economico di tale nuovo sistema, che andrebbe poi suddiviso tra le partecipanti all'operazione, in proporzione al loro rispettivo contributo.

Questa possibilità, pur convincente in astratto, in pratica appare difficile se non impossibile da perseguire, accettando di ripiegare sulla più semplice soluzione di determinare autonomamente il valore della singola azienda ipotizzando che ognuno di essa continui ad operare disgiunta dall'altra (cosiddetta ipotesi di *stand alone*). In questo modo, si finisce per stimare le singole aziende tenendo più che altro conto del valore che ciascuna di esse mette in gioco nell'operazione cui va a partecipare⁴.

Di seguito, **per una maggiore informativa dei destinatari della presente relazione**, si procede a fornire una rapida rassegna dei principali metodi di valutazione di un'azienda diffusi nella prassi, avendo particolare riferimento a quanto accade per le aziende che operano nel settore bancario.

5.2. I METODI DI VALUTAZIONE DELLE AZIENDE: UNA SINTETICA RASSEGNA

La valutazione di un'azienda può avvenire attraverso l'impiego di molteplici metodi. In via generale, i **metodi focalizzati sui flussi** (redditali e finanziari) si contrappongono a quelli **incentrati sulle grandezze stock** (patrimoniali).

Negli ultimi anni hanno tuttavia trovato affermazione ulteriori metodi di valutazione, come per esempio i **metodi misti** e i **metodi basati sul mercato**.

Il valore di un'azienda – stando ai metodi incentrati sui flussi – è “funzione” dei flussi di

⁴ L. POTITO (2020), Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese, Giappichelli, Torino.

reddito o finanziari che essa è in grado di generare in futuro. Per il tramite di tali metodi è possibile conferire espressione a tutti i beni e a tutte le condizioni, anche di natura immateriale e di difficile enucleazione dal complesso aziendale oggetto di valutazione, che hanno concorso e concorreranno allo svolgimento della attività produttiva⁵.

Nell'ipotesi in cui i flussi assunti a base del calcolo siano quelli **reddituati**, è necessario preliminarmente stimare i flussi di reddito che l'azienda riuscirà a produrre in futuro. Una volta che si dispone dei flussi, il passaggio successivo consiste nella loro attualizzazione ovvero nella loro riconduzione al tempo della valutazione (tempo "zero").

Ai fini della determinazione dei flussi di reddito, la prassi è solita procedere partendo da una misura media dei flussi di reddito ottenuti nel più recente passato, in seguito "aggiustata" per tener conto delle strategie e dei piani futuri dell'azienda. In pratica, supponendo che la misura media di reddito così ottenuta si reiteri nel tempo all'infinito, il *valore economico dell'azienda (W)* è pari a:

$$W = R/i$$

dove

R = valore medio dei presumibili redditi futuri;

i = tasso di attualizzazione.

Nel caso in cui l'azienda presentasse vita limitata o si volesse ragionare su un arco temporale finito, la formula assumerebbe la seguente configurazione:

$$W = R/(1 + i)^n$$

dove

n = numero di anni entro il quale si circoscrive la proiezione reddituale.

⁵ S. BIANCHI MARTINI, L. CINQUINI, M. GALEOTTI (2000), Introduzione alla valutazione del capitale economico. Criteri e logiche di stima, Franco Angeli, Milano: "In questa prospettiva il valore economico del capitale si qualifica come misurazione di sintesi in grado di dare conto delle capacità competitive aziendali nell'ottica dell'investitore. Il valore economico, infatti, tiene conto della formazione (o distruzione) del valore di elementi immateriali (quali ricerca e sviluppo, immagine, marchi, formazione e reti distributive) e dell'avviamento, inteso quest'ultimo come valore del patrimonio intangibile non "spiegabile" in modo analitico; esso considera, cioè, a differenza del reddito di periodo, quei flussi di valore fondamentali per una corretta valutazione del "risultato" della gestione in un periodo di tempo." (Lino Cinquini, p.135-136, op.cit.).

Al risultato così ottenuto, eventualmente attraverso la stima, per gli anni considerati, di flussi crescenti nel tempo ovvero di flussi che includano un tasso di crescita "g", andrebbe poi aggiunto il valore terminale ovvero il valore dell'azienda non coperto dai flussi analitici già attualizzati.

Infine, quanto al tasso da impiegare per l'attualizzazione dell'unico flusso o dei singoli flussi di reddito, esso si fa coincidere con il costo del capitale proprio K_e , per la cui determinazione solitamente si ricorre al modello del Capital Asset Pricing Model-CAPM. Il tasso, in tal modo, tiene conto, da un lato, del rendimento dei titoli ad aleatorietà quasi nulla o "più ridotta" (*risk free rate*), dall'altro, del livello specifico di rischio cui l'azienda appare soggetta (*premio per il rischio*). La prima componente può essere fatta pari al *rendimento dei titoli di Stato* di scadenza medio-lunga, la seconda invece è di più difficile determinazione, dovendo racchiudere le incertezze collegate al profilo di rischio dell'azienda e alla sua capacità di operare in modo profittevole nel futuro, tenendo conto della sua storia, del suo posizionamento nel settore di riferimento, dell'evoluzione che si attende il management circa l'azienda e il settore, ecc.

In formula:

$$K_e = r_f + P$$

dove

K_e = costo capitale di rischio

r_f = rendimento medio dei titoli privi di rischio (o a basso rischio)

P = premio per il rischio

Laddove invece il premio per il rischio (P) è pari a:

$$\beta (r_m - r_f)$$

dove

β = beta, coefficiente che misura il rischio cosiddetto sistematico ovvero la sensibilità del rendimento di un singolo investimento rispetto alla variazione del rendimento

generale del mercato azionario

rm = rendimento generale medio dell'investimento azionario

rf = rendimento medio dei titoli privi di rischio (o a basso rischio)

Nel caso invece in cui i flussi futuri da considerare fossero quelli **finanziari** (e non reddituali), due sono le possibili configurazioni di flusso attraverso le quali dottrina e prassi sono solite procedere. I flussi di cassa sono stimati "al lordo" degli oneri finanziari (versione Unlevered): una volta attualizzati e sommati, si perviene al valore del capitale investito dal quale bisogna detrarre i debiti finanziari netti, in vista dell'ottenimento del capitale netto.

Secondo un'altra modalità, i flussi oggetto di attualizzazione sono al netto degli oneri finanziari (versione Levered); di conseguenza il capitale che si ottiene non è quello investito ma è già quello di proprietà degli azionisti.

La formula del metodo Unlevered è la seguente:

$$W = FCFO_v + V_v - D$$

dove

$FCFO$ = valore attuale dei flussi futuri annuali unlevered;

V_v = valore attuale del valore terminale al tempo n ;

D = posizione finanziaria netta.

La formula del metodo Levered è invece la seguente:

$$W = FCFE_v + V_v$$

dove

$FCFE_v$ = valore attuale dei flussi futuri annuali levered;

V_v = valore attuale del valore terminale al tempo n .

La configurazione di tasso da impiegare per l'attualizzazione dei flussi finanziari dipende dalla tipologia di flusso da riportare al tempo 0: nella formula Unlevered coincide con il WACC (Weighted Average Cost of Capital), ossia con la media ponderata

del costo del capitale di debito e del capitale di rischio, che può essere ritenuta una proxy del rendimento del complessivo capitale investito. In formula:

$$WACC = K_e * E/D+E + K_d (1-t) * D/D+E$$

Dove

K_e = costo capitale di rischio

$E/D+E$ = quota di *equity* su totale fonti di copertura fabbisogno (D+E)

$K_d (1-t)$ = costo del debito al netto imposte (t)

$D/D+E$ = quota di debito su totale fonti di copertura fabbisogno (D+E)

Nella formula Levered, il tasso di attualizzazione si identifica invece con il costo del capitale di rischio o proprio, dovendo esprimere il rendimento del solo capitale di rischio. In formula:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Dove

K_e = costo capitale di rischio

r_f = rendimento medio dei titoli privi di rischio (o a basso rischio)

β = beta, coefficiente che misura il rischio cosiddetto sistematico ovvero la sensibilità del rendimento di un singolo investimento rispetto alla variazione del rendimento generale del mercato azionario

r_m = rendimento generale medio dell'investimento azionario

r_f = rendimento medio dei titoli privi di rischio (o a basso rischio)

I flussi di cassa analitici oggetto di attualizzazione, nella maggioranza dei casi, coprono un arco temporale di 3 o 5 anni; rimane pertanto da considerare la restante vita dell'azienda, rispetto alla quale procedere al calcolo del cd. **valore residuo o terminale**, attualizzando all'infinito, per esempio, il valore del flusso puntuale dell'ultimo anno o il valore medio dei flussi degli ultimi 2/3 anni.

I metodi **basati sulle grandezze stock**, cui appartengono i cd. metodi patrimoniali semplici e complessi, contrariamente a quanto fanno i metodi basati sui flussi, attribuiscono primaria importanza alla struttura analitica del patrimonio aziendale.

Il punto di partenza del processo valutativo aziendale è costituito dai valori contabili dalle attività e passività che trovano rappresentazione nello stato patrimoniale dell'azienda, i quali vanno riesaminati e possibilmente riespressi rispettivamente a *valori correnti* e a *valori di presumibile estinzione*. La somma algebrica delle poste porta ad ottenere il *valore del capitale economico*. In formula:

$$W = K = (A - P)$$

dove

K = patrimonio netto rettificato

A = valore rettificato e rivalutato degli elementi attivi;

P = valore rettificato e rivalutato degli elementi passivi.

I metodi patrimoniali, in particolare quello appena esposto noto come metodo patrimoniale semplice, risentono di importanti limiti. La critica principale che viene loro rivolta risiede nel fatto che, pur giungendo a valori tendenzialmente oggettivi ed agevolmente verificabili, essi finiscono col fornire un'eccessiva semplificazione della realtà oggetto di rappresentazione, dal momento che prediligono una visione atomistica dell'azienda intesa quale semplice «somma di singoli fenomeni economici».

Per ovviare, anche se solo parzialmente a tali carenze, è possibile procedere sommando al valore del patrimonio netto rettificato K ottenuto con metodo patrimoniale semplice, il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi un valore di mercato. In tal caso si parla di metodi patrimoniali complessi, in formula:

$$W = K + I$$

dove

K = patrimonio netto rettificato (somma algebrica dei valori attivi e passivi rettificati)

I = valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Un ulteriore passaggio potrebbe prevedere la considerazione anche dei beni immateriali non contabilizzati privi di valore di mercato. Il riferimento è a particolari Know how, marchi ma pure a portafogli lavori, all'organizzazione umana, ovvero a quelle risorse invisibili che sono alla base del successo e, ancor prima del vantaggio competitivo, di un'azienda e che andrebbero enucleati (e valorizzati) con molta cautela dal generico "avviamento aziendale".

Tra i metodi impiegabili nella valutazione di un'azienda, vi sono poi quelli conosciuti come misti. Possiedono il pregio di combinare i vantaggi, e di attenuare le carenze, che vengono ascritti ai metodi reddituali e patrimoniali.

Di tali metodi si conoscono molteplici tipologie. Tra queste riscontra un discreto successo il metodo misto "del valor medio".

In formula:

$$W = \frac{1}{2} (K + R/i) \quad \text{ossia} \quad W = K + \frac{1}{2} (R/i - K)$$

dove

$K =$ valore economico con il metodo patrimoniale;

$R/i =$ valore economico con il metodo reddituale.

Ulteriori metodi impiegabili nella valutazione delle aziende sono quelli basati **sui multipli di mercato**. Tali metodi assumono a riferimento i prezzi di attività comparabili (società quotate appartenenti allo stesso settore), che vengono applicati ai dati di bilancio quali fatturato, margine operativo lordo (ebitda), risultato operativo lordo (ebit), utile netto, patrimonio netto, posizione finanziaria netta e cash flow. I multipli rappresentano, sotto altro aspetto, il rapporto tra prezzo (capitalizzazione) e dati di bilancio. Per esempio, vengono utilizzati il rapporto prezzo/utile (p/u o p/e) medio di settore, il prezzo/patrimonio netto ecc.

5.3. LA VALUTAZIONE DELLE AZIENDE BANCARIE

Nella valutazione di una banca, i metodi appena illustrati, pur conservando il loro impianto generale, necessitano di essere adattati per poter riflettere appieno le specificità di questo diverso tipo di azienda.

Le banche, difatti, presentano importanti tratti distintivi che si ripercuotono sul loro processo di valutazione. Innanzitutto, le banche operano in un settore regolamentato, nel quale sono imposti vincoli patrimoniali commisurati ai rischi assunti in merito agli investimenti realizzati. In secondo luogo, per esse il debito non può essere considerato una fonte di capitale ma la principale "materia prima" attraverso la quale attivare i propri circuiti produttivi. Infine, le banche e le altre imprese finanziarie sono obbligate a redigere i bilanci in base ai principi IAS/IFRS, i quali eleggono il fair value (o valore equo) e il costo ammortizzato a criteri guida nelle valutazioni dei beni attivi e passivi che compongono il capitale di funzionamento.

Con particolare riferimento alla funzione che viene chiesta alle passività finanziarie, è indubbio che per l'impresa bancaria, quanto meno nella sua configurazione tradizionale, le stesse sono parte della gestione caratteristica, configurando la necessaria risorsa che alimenta il processo produttivo base: l'intermediazione creditizia e quindi l'attività di raccolta-impiego del denaro.

Assodato ciò, la valutazione delle aziende bancarie ha visto nel tempo l'impiego di diversi metodi di valutazione. È stato in particolare osservato che, nel settore creditizio, fino alla prima metà degli anni Ottanta sono prevalsi i metodi reddituali e patrimoniali, opportunamente adattati per riuscire a catturare le specificità delle suddette aziende. In una fase successiva hanno "preso piede" i metodi finanziari e di mercato, che possono ritenersi quelli a cui tuttora ci si richiama con maggiore frequenza nelle valutazioni delle banche.

Ed è proprio a questi secondi metodi che si farà riferimento nei paragrafi successivi, non solo perché connotati da proprie peculiarità che li differenziano sensibilmente dagli analoghi metodi generalmente utilizzati per le imprese industriali e commerciali, ma anche perché è a tali metodi che la Banca di Credito Popolare, coadiuvata da un Consulente esterno, ha fatto principale riferimento nella determinazione del rapporto di cambio indicato nel progetto di fusione, il quale è stato condiviso da BRS anche in base agli elementi informativi forniti dai propri Consulenti esterni.

5.4. I METODI FINANZIARI E DI MERCATO NELLA VALUTAZIONE DELLE BANCHE

a) METODI FINANZIARI

Nella valutazione delle Banche, i metodi finanziari “tradizionali” che trovano impiego per le imprese industriali e commerciali, mostrano evidenti limiti. Ciò per i motivi che ci si appresta immediatamente a rappresentare. Innanzitutto, la riclassificazione dell’attivo in fisso e circolante non è assolutamente adatta ad analizzare le aziende di credito, dove le attività di natura finanziaria sono gli elementi su cui si basa l’attività “ricorrente”.

Inoltre, in base alla struttura di flusso di cassa disponibile per gli azionisti, la componente di interessi pagati sul debito (da asservire all’attività *core*), che nelle aziende industriali effettivamente sottrae risorse alla disponibilità degli azionisti, rappresenta una parte fondamentale dell’attività bancaria, contribuendo alla formazione del margine di interesse, prima e fondamentale voce di ricavo nel conto economico di una banca.

Ciò dimostra come il Free Cash Flow to Equity (FCFE) tradizionale non sia applicabile per la valutazione degli intermediari finanziari.

A tutto ciò si aggiunga che le aziende che operano nel settore finanziario sono fortemente regolate, per cui devono detenere certe misure di patrimonio netto, o altri strumenti patrimoniali, da calcolare sulla base delle attività ponderate per il rischio.

Nella determinazione del flusso da assumere a base della valutazione, dunque, deve essere tenuto presente che parte delle risorse generate dovranno essere destinate al presidio dei rischi assunti, non potendo, perciò, essere considerate disponibili.

Alla luce di quanto appena esposto, si comprenderà il motivo per cui il flusso f solitamente assunto a base dei calcoli per la valutazione di una banca sia pari all’utile netto sottratta la quota da trattenere e destinare al capitale regolamentare.

Gli obiettivi di capitale regolamentare vengono fatti corrispondere con gli esiti del processo SREP, oppure con le indicazioni del piano strategico della banca, qualora i vertici dell’istituto abbiano deciso di “imporsi” dei coefficienti di capitale maggiori di quanto richiesto dalle autorità di vigilanza.

Il flusso appena evidenziato viene di frequente rintracciato nel dividendo

potenzialmente distribuibile agli azionisti, ovvero nella misura massima di dividendo che residua dopo che si sono soddisfatti gli obiettivi di patrimonializzazione.

Il metodo di valutazione basato sull'attualizzazione dei flussi di dividendi prende la denominazione di **Dividend Discount Model (DDM)**.

La variante a cui si è appena fatto cenno, incentrata sul dividendo al netto della quota che serve a soddisfare gli obiettivi di patrimonializzazione, viene conosciuta come **Excess Capital**.

Secondo ragionamenti più accurati, il metodo del **Dividend Discount Model**, nella variante dell'**Excess Capital**, assume che il valore economico di una banca sia pari alla somma del:

- Valore attuale dei flussi futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso; e
- "Valore Terminale", ovvero il valore della Banca al termine del periodo di previsione analitica dei flussi, da calcolare tramite diverse metodologie in ipotesi di redditività e crescita sostenibili all'infinito.

La metodologia del DDM - Excess Capital giunge pertanto al valore del capitale economico di una banca mediante la seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

W = rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;

DIVa = rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;

VTa = rappresenta il valore attuale del Valore Terminale della banca.

Il tasso di attualizzazione dei flussi, incluso quello che è alla base del calcolo del terminal value, coincide con il tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio (K_e), per il cui calcolo ci si avvale del Capital Asset Pricing Model, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

b) METODI DEI MULTIPLI DI MERCATO

L'assunto su cui si basano i metodi dei multipli di mercato è quello secondo il quale aziende simili avranno multipli di valore simili.

La loro applicazione richiede, in particolare, il ricorso a indici numerici che confrontano il prezzo di mercato dell'azienda con altre variabili, quali utili, fatturato, cash flow, book value. Muovendo dal valore dei multipli di società omogenee e confrontabili con l'azienda che si intende valutare, si giunge così a determinare il prezzo dell'azienda.

Affinché la valutazione realizzata con i multipli di mercato posseda, per quanto sia possibile, i canoni della significatività e dimostrabilità, è necessario procedere attraverso il rispetto di alcune fasi.

Il punto di partenza coincide con l'individuazione delle aziende simili, facendo riferimento a un campione di società quotate per le quali è noto il valore dei multipli e il prezzo. Il campione viene determinato individuando le società simili in termini di fatturato, localizzazione, struttura del capitale investito, mercati di riferimento, ecc.

Determinato il campione, si passa alla scelta multipli. Questi vengono classificati in vari modi. Uno dei criteri più ricorrenti è quello che distingue i multipli in:

- equity side, che determinano il valore del capitale economico;
- asset side, che definiscono il valore del capitale investito netto determinato dalla somma della quotazione in borsa e dei debiti della società.

Nella prassi, i principali multipli "equity side" sono:

- PRICE/EARNING: il rapporto esprime il rendimento economico dell'impresa ed è determinato confrontando il valore dell'azione sul mercato con gli utili per azione della società;
- PRICE/CASH FLOW: il rapporto esprime il risultato finanziario dell'impresa mediante il confronto tra prezzo unitario dell'azione e il flusso di cassa per azione;
- PRICE/BOOK VALUE: il rapporto indica quante volte vale di più la società rispetto al valore contabile espresso dal patrimonio netto; il valore è determinato confrontando il prezzo dell'azione con la corrispondente frazione di patrimonio netto contabile.

Tra i multipli "asset side", si ricordano:

- EV/EBIT: il multiplo esprime il valore del risultato operativo dell'impresa, determinato mediante il rapporto tra il valore dell'azienda (EV- enterprise value), caratterizzato dalla sua quotazione in borsa e dai suoi debiti, e il risultato operativo lordo, senza considerare i proventi e gli oneri finanziari e gli oneri tributari (EBIT- earning before interest and taxes);
- EV/EBITDA: utilizzato in particolare per le aziende che posseggono asset immateriali e ad alta intensità di capitale, il multiplo è il risultato del rapporto tra l'enterprise value e il risultato operativo lordo, senza considerare proventi e oneri finanziari, oneri tributari, svalutazioni e ammortamenti (EBITDA: Earning before interest, taxes, depreciation and amortization);
- • EV/SALES: il valore esprime il risultato delle vendite ed è determinato mediante il rapporto tra l'enterprise value e il fatturato.

Considerando che il mercato esprime valori basati su quote di minoranza, qualora si valuti una quota di maggioranza del capitale si applica solitamente un premio di controllo basato su studi e ricerche empiriche.

A supporto dei multipli di mercato è anche possibile prendere in esame i multipli derivati dalle transazioni effettuate nel settore di riferimento, soprattutto se sono transazioni recenti. Tali multipli possono essere riferiti a quote di minoranza o maggioranza e quindi va valutata l'applicazione del premio di controllo.

6. LAVORO SVOLTO DALL'ESPERTO

Al fine di fornire agli azionisti di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. e di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli amministratori per la sua determinazione, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori stessi; essa, in seguito, contiene le considerazioni dello scrivente sull'adeguatezza nelle circostanze di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione. Infine, ulteriori considerazioni vengono formulate sulle difficoltà collegate alla valutazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, lo scrivente non ha effettuato una valutazione economica delle società. Tale valutazione è stata svolta dagli

amministratori di BCP e BRS.

Al tale riguardo, come si dirà ampiamente in seguito, i Consigli di Amministrazione delle rispettive banche, per le proprie deliberazioni sul progetto di fusione, in particolare sulla misura del rapporto di cambio in base al quale realizzare la fusione per incorporazione, si sono avvalsi del supporto tecnico di Consulenti esterni previamente incaricati.

BCP è stata coadiuvata da Arché srl mentre BRS dai proff. Andrea Amaduzzi e Corrado Gatti.

In particolare, ad Arché srl la BCP ha chiesto di rilasciarle, in vista delle deliberazioni di propria competenza, un parere tecnico professionale e indipendente volto a esprimere un giudizio di congruità (unitamente alle difficoltà di valutazione) sul Rapporto di Cambio proposto nell'offerta vincolante veicolata alla BRS che prevede il riconoscimento di un valore di Euro 0,60 per azione BRS e quindi di n. 1 (una) azione ordinaria BCP di nuova emissione per ogni n. 30 azioni ordinarie di BRS in circolazione, per un totale di n. 11.402 nuove azioni ordinarie da emettere con una partecipazione da assegnare a BRS pari a circa lo 0,15% del capitale sociale dell'entità risultante dalla potenziale operazione.

Al rapporto di cambio proposto nell'offerta vincolante, rispetto al quale è stata successivamente incaricata Arché srl per il giudizio di congruità e la rappresentazione delle difficoltà di valutazione, la BCP è addivenuta con l'ausilio dell'advisor finanziario KPMG Corporate Finance, divisione di KPMG advisory S.p.A.

Analogamente a quanto fatto dalla BCP, la BRS ha sottoposto ai Consulenti esterni individuati nei proff. Amaduzzi e Gatti la richiesta di un giudizio di congruità sul rapporto di cambio proposto dalla potenziale incorporante. In particolare, la BRS ha chiesto ai suddetti Consulenti di fornirle, in vista delle deliberazioni di propria competenza, un parere in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario del corrispettivo che potrebbe essere ricevuto dai soci di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A. in seguito ad una offerta vincolante ricevuta in data 16.05.2022. Il corrispettivo offerto per il 100% del capitale sociale della BRS è fissato in termini di rapporto di concambio, come di seguito articolato: emissione di n. 11.402 azioni ordinarie di BCP che verranno assegnate agli attuali soci di BRS in ragione di 1 (una) azione ordinaria BCP per n. 30 (trenta) azioni ordinarie di BRS in circolazione, con il riconoscimento agli attuali azionisti di BRS di una partecipazione complessiva pari al 0,15% del capitale sociale di BCP.

Si procede adesso ad approfondire le risultanze cui sono pervenuti i Consulenti delle

due Banche, risultanze che, si ripete, hanno costituito la base informativa principale che ha orientato le delibere di approvazione del progetto di fusione dei rispettivi Consigli di Amministrazione. Prima però si focalizza l'attenzione sulle valutazioni condotte dall'Advisor finanziario di BCP – racchiuse nel documento “Findings di due diligence emersi nell'ambito della potenziale operazione di integrazione” – dalle quali il corrispondente CdA ha tratto le indicazioni per la determinazione del rapporto di cambio indicato nella offerta vincolante.

6.1 I FONDAMENTI DEL RAPPORTO DI CAMBIO PROPOSTO

Il rapporto di cambio proposto da BCP è, come appena ricordato, di n. 1 (una) azione ordinaria BCP per ogni n. 30 (trenta) azioni ordinarie di BRS in circolazione, per un totale di n. 11.402 nuove azioni ordinarie da emettere con una partecipazione da assegnare a BRS pari a circa lo 0,15% del capitale sociale dell'entità risultante dalla potenziale operazione.

A tale rapporto il CdA di BCP è addivenuto, con il supporto dell'advisor finanziario KPMG Corporate Finance divisione di KPMG Advisor S.p.A., sulla base dei seguenti fattori:

- le evidenze dell'attività di due diligence condotte su BRS;
- le metodologie di valutazione ritenute applicabili secondo la migliore dottrina e prassi professionale, tenuto conto dell'indisponibilità di un vigente ed affidabile piano industriale approvato per BRS su base stand alone;
- le metodologie di valutazione di BCP sulla base delle consistenze patrimoniali e delle prospettive reddituali in ottica stand alone;
- la necessità di attuare una intensa ristrutturazione di BRS nel nuovo contesto di gruppo derivante dalla fusione, anche attraverso misure di efficientamento della struttura operativa.

6.2 I FINDINGS DELL'ADVISOR FINANZIARIO DI BCP

In continuità alla due diligence condotta sulla BRS e alle risultanze emerse dalla stessa, l'advisor finanziario di BCP ha proceduto a fornire indicazioni sui valori delle due Banche.

Nel caso di BRS, il metodo impiegato è consistito nel metodo patrimoniale semplice, successivamente oggetto di controllo attraverso l'applicazione del metodo della regressione semplice.

Nell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, si è tenuto conto delle rettifiche da apportare ai valori attivi e passivi di bilancio della BRS alla data del 31.12.2021, nelle misure accertate con la due diligence.

Pertanto, muovendo da un patrimonio netto contabile di euro 12.888.000, una volta applicate le rettifiche, opportunamente assunte al netto degli effetti fiscali, esso è divenuto pari a circa euro 5,9 mln.

Le rettifiche apportate ai valori attivi e passivi di bilancio sono consistite:

- a) nelle rettifiche negative per (euro 11.000) sul portafoglio crediti bonis;
- b) nelle rettifiche negative di circa (euro 1.103.000) sulle attività materiali (immobile).

Le rettifiche dei passivi sono consistite:

- a) nei maggiori accantonamenti per contenziosi per (euro 1.600.000);
- b) nei maggiori costi dovuti alla cessione NPE per (euro 7.639.000) finalizzata al raggiungimento di un NPE ratio Target del 5%.

L'importo totale delle rettifiche, come già ricordato, è stato assunto al netto degli effetti fiscali.

Gli euro 5.900.000 di patrimonio netto rettificato hanno in seguito scontato ulteriori abbattimenti derivanti da:

- a) azioni di efficientamento a livello individuale e cost sharing per (euro 2.400.000);
- b) fabbisogno di capitale regolamentare aggiuntivo per un totale stimato di (euro 9.600.000) in funzione degli RWA e i relativi requisiti regolamentari da sostenere.

A tali ultimi importi va poi aggiunto, con segno contrario, il "guadagno" fiscale in termini di Deferred Taxes Assets-DTA di euro 4.200.000 così da giungere al valore definitivo negativo di (euro 1.900.000) del patrimonio netto della BRS.

L'importo indicato è stato assoggettato a controllo con il metodo della regressione semplice. Il campione di Banche e gli indicatori di riferimento sono stati oggetto di preventiva selezione. Il valore ottenuto è compreso tra un valore minimo negativo di (euro 20,6 mln) e un valore massimo negativo di (euro 20,4 mln) con un valore medio negativo di (euro 20,5 mln).

Sulla base delle valutazioni effettuate, il valore di BRS alla data di riferimento del 31 dicembre 2021, determinato con applicazione del Metodo Patrimoniale Semplice e

della regressione, è risultato negativo.

Avuto riguardo alla volontà di contribuire fattivamente ad una positiva conclusione dell'operazione, ha concluso l'advisor KPMG, la BCP potrebbe attribuire, su base forfettaria, un valore (ancorché minimo e simbolico) per ciascuna azione in circolazione di BRS.

E così ha ritenuto di fare la BCP, anche alla luce dei presumibili futuri benefici e/ sinergie ottenibili dalla incorporazione di BRS, riconoscendo convenzionalmente alla singola azione di BRS un valore di euro 0,60 (si ricorda che, al 31.12.2021, il valore nominale è di euro 63,59 mentre il book value è pari a euro 37,67).

Relativamente al valore effettivo attribuibile a BCP, l'advisor finanziario ha proceduto con l'applicazione del Dividend Discount Method nella configurazione dell'Excess Capital.

I flussi di reddito potenzialmente distribuibili sono stati attinti dai prospetti economico-patrimoniali del piano strategico e dalle ulteriori proiezioni fornite dal management della BCP. Gli anni coperti dalle previsioni sono risultati tre (2022, 2023 e 2024).

Il vincolo patrimoniale è stato fissato al 14,2%. Il tasso di attualizzazione del costo del capitale proprio al 9,86%, ottenuto dalla somma del risk free rate (1,03%) e del market risk premium-MRP moltiplicato beta (per un totale di 5,38%), incrementato a titolo prudenziale dell'ulteriore 1,43% (additional premium risk), nonché di una misura aggiuntiva (Add-on) di costo del capitale proprio del 2%.

Ai fini della determinazione del terminal value, il flusso non coperto dalle previsioni fornite dalla banca è stato determinato applicando al flusso del 2024 il tasso di crescita di lungo periodo del 1,40%.

Il valore ottenuto è stato pari a circa euro 132.900.000. Rispetto a tale valore è stata prodotta una *sensitivity analysis* in base ai fattori del costo del capitale e del tasso di crescita, che ha fornito riscontri positivi.

Il valore di euro 132.900.000 è stato in seguito "mediato" con il valore ricavato considerando le quotazioni del mercato Hi-Mtf. La media aritmetica semplice ha restituito un valore finale di euro 134.800.000 con un valore effettivo per singola azione di circa euro 18.

Alla luce delle complessive risultanze fornite dall'advisor finanziario nella valutazione delle due banche, il management e il CdA della BCP hanno individuato nel rapporto di n. 1 azione BCP ogni n. 30 azioni BRS, il rapporto di cambio da proporre al CdA di

quest'ultima.

6.3 IL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ E LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE: IL CONSULENTE ESTERNO DI BCP

Il CdA di BCP, in vista delle proprie deliberazioni da assumere per la fusione (in particolare "progetto di fusione"), ha conferito mandato al Consulente esterno Arché srl di esprimere un giudizio di congruità sul rapporto di cambio proposto alla incorporanda BRS, invitandolo altresì a indicare le eventuali difficoltà collegate alla valutazione.

Arché ha proceduto determinando il valore effettivo delle due aziende. La valutazione di BCP è stata effettuata considerando il range di valori ottenuti dall'applicazione del Dividend Discount Method nella variante dell'Excess Capital e di un metodo di mercato identificato con i Multipli impliciti nei prezzi delle azioni scambiate sul Hi-Mtf.

Per la valutazione di BRS, invece, è stato impiegato il solo metodo analitico dell'Excess Capital Method.

I flussi di reddito analitici attualizzati della BCP hanno riguardato l'arco temporale 2022-2024. Essi sono stati attinti dai prospetti economico-patrimoniali del piano strategico e dalle ulteriori proiezioni fornite dal management della BCP.

Il tasso di attualizzazione è stato stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model - CAPM, che ha portato ad ottenere un valore finale del 10,41%. Esso si compone: risk free rate 2,21%, market risk premium-MRP 5,70%, moltiplicatore Beta 1,09, premio addizionale per il rischio 2%. Tale ultima componente esprime il rischio di *execution* dei valori previsionali alla luce della congiuntura economica e volatilità dei mercati attualmente in corso.

Il flusso normalizzato utilizzato per il calcolo del Terminal Value è stato stimato sulla base del flusso dell'ultimo anno di previsione, rettificato per i maggiori oneri finanziari attribuibili alla distribuzione del capitale in eccesso, all'impatto prodotto sul margine di interesse dal costo figurativo del Capitale di Classe 2 che la Banca dovrebbe emettere per soddisfare un requisito minimo di TC ratio target in linea con quanto previsto da Banca d'Italia e al netto dell'assorbimento di capitale necessario a finanziare la crescita di lungo termine.

Il requisito regolamentare target si presenta pienamente rispettoso delle ultime indicazioni che BCP ha ricevuto da parte di Banca d'Italia a seguito del processo SREP.

Il tasso di crescita "g" è stato fatto pari al 2%, in linea con il tasso di inflazione attesa per l'Italia nel medio-lungo periodo.

Sulla base di tutti i dati appena indicati, il valore di BCP corrisponde a circa complessivi euro 166.340.000.

BCP è stata altresì valutata con il metodo dei Multipli, quindi stimando il valore di un generico target sulla base di una relazione quantitativa presente tra la misura di alcune variabili e il valore che il mercato azionario (quale la Borsa Valori o altro mercato in cui sono quotati titoli) o terzi acquirenti (in libere transazioni in cui si incontra domanda e offerta) attribuiscono all'impresa. Nello specifico, è stato considerato il multiplo P/PN* calcolato con riferimento ad un campione di banche i cui titoli sono oggetto di negoziazione sul mercato Hi-Mtf.

Sulla base delle analisi svolte e considerati i parametri rilevati su Hi-Mtf, la stima del valore per il 100% del capitale di BCP è risultata pari a Euro 106.200.000.

Anche con riferimento a BRS, la stima del capitale economico ha visto l'impiego del Dividend Discount Method nella variante dell'Excess Capital.

Data la situazione patrimoniale post due diligence negativa, non è stato possibile applicare il metodo di mercato rappresentato dal multiplo P/PN*.

I flussi distribuibili sono stati stimati sulla base delle previsioni riferite a BRS predisposte ai fini dell'integrazione con BCP partendo da una situazione al 31 dicembre 2021 adjusted, rettificata per tenere conto dei rilievi emersi a seguito della due diligence. Le previsioni riflettono, inoltre, l'impatto di operazioni di efficientamento e ristrutturazione, di derisking del portafoglio NPE, di graduale allineamento alle dinamiche attese da BCP in merito alle principali voci economico-patrimoniali ed altri effetti di integrazione.

Il tasso di attualizzazione è stato stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model - CAPM ed è lo stesso impiegato per la valutazione di BCP ovvero 10,41%.

Il flusso normalizzato alla base del Terminal Value è stato stimato attraverso la medesima metodologia impiegata per la valutazione di BCP. Ai fini valutativi è stato considerato un requisito regolamentare target in linea con quelli richiesti a BCP.

Sulla base delle analisi svolte e considerate le proiezioni economico-patrimoniali elaborate dalla Direzione dell'Incorporante, la stima del valore per il 100% del capitale di BRS è risultata pari a circa complessivi euro 195.000 ⁶.

⁶ Invero, il valore complessivo attribuito ad Arché è di circa euro 193.000 che, rapportato al numero di azioni in circolazione,

Ebbene, tenuto conto dei metodi applicati, delle risultanze da essi ottenute e del numero delle azioni in circolazione delle due rispettive Banche, Arché ha concluso attribuendo:

- a BCP un valore compreso tra Euro 106,2 milioni ed Euro 166,3 milioni, corrispondente ad un valore per azione di BCP pre operazione di fusione per incorporazione compreso tra Euro 14,17 ed Euro 22,18 (valore medio pari a Euro 18,18, arrotondato a Euro 18,20);
- a BRS un valore definito con l'unico metodo applicato, pari a Euro 0,19 milioni, corrispondente ad un valore per azione BRS pre operazione di fusione per incorporazione di Euro 0,56 (arrotondato a Euro 0,60).

Rapportando il range di valori per azione stimato per BCP al singolo valore dell'azione stimato per BRS, emerge un rapporto di cambio compreso in un range n. 25 (valore minimo) – 39 (valore massimo) azioni di BRS per n. 1 azione di BCP di nuova emissione.

Infine, con riferimento alla difficoltà di valutazione, Arché ha ritenuto di segnalare che:

- a) le proiezioni fornite dalla Direzione di BCP, che sono state assunte a base del processo valutativo, non tengono in considerazione l'evoluzione registrata dal contesto macroeconomico nel periodo successivo alla loro elaborazione, tuttavia rappresentano la migliore stima ad oggi disponibile sull'evoluzione futura dell'Incorporante;
- b) il processo valutativo è stato limitato dall'impossibilità di utilizzare per BRS più metodi di valutazione in presenza di un patrimonio netto negativo. L'unico metodo risultato applicabile è stato l'ECM;
- c) l'assenza per la valutazione di BRS di previsioni stand alone e l'utilizzo ai fini della stessa dei dati economico-patrimoniali 2022-2024 elaborati dal Management di BCP partendo da una situazione al 31 dicembre 2021 adjusted, rettificata per tenere conto dei rilievi emersi a seguito della due diligence, e considerando per gli anni successivi l'impatto di operazioni di efficientamento e ristrutturazione, di derisking

diviene pari a euro 0,56, poi arrotondato a euro 0,60.

del portafoglio NPE, di graduale allineamento alle dinamiche attese da BCP in merito alle principali voci economico patrimoniali ed altri effetti di integrazione.

Tali proiezioni possono dare una indicazione del valore potenziale dell'Incorporanda in un'ottica di fusione nell'Incorporante. Tale approccio si discosta dalla normale prassi, che vede nella stima di un rapporto di cambio l'impiego di previsioni stand alone riferite alle parti interessate sulla base dell'attuale configurazione, senza considerare l'efficientamento operativo e le potenziali sinergie derivanti dall'operazione, seguendo un principio di omogeneità dei criteri di valutazione con l'obiettivo ultimo di stimare valori relativi e non assoluti. Pertanto, se da una parte è vero che tali proiezioni includono il valore di possibili sinergie derivanti dall'integrazione, è altrettanto vero che tale valore viene incorporato nell'Incorporante senza diluire il valore degli azionisti di BCP;

d) nella consapevolezza del grado di sensibilità di una stima di valore rispetto ai dati previsionali utilizzati alla base del processo valutativo, la prassi professionale fornisce alcune modalità e tecniche per calmierare l'incertezza insita in tali informazioni, "da no" (Arché) utilizzati nella fattispecie. In dettaglio, è stato incrementato il costo del capitale al fine di mitigare almeno in parte il profilo di rischio aggiuntivo, posto che tale effetto si riflette su entrambe le valorizzazioni avendo considerato un unico costo opportunità del capitale.

Il Consulente esterno, pertanto, tenuto conto della natura, della portata e dei limiti del lavoro realizzato, della documentazione analizzata e dei risultati emersi dall'applicazione delle metodologie soprariportate, ha ritenuto che il Rapporto di Cambio proposto dal Consiglio di Amministrazione di BCP, pari a n. 1 azione ordinaria BCP di nuova emissione per ogni n. 30 azioni ordinarie BRS in circolazione, possa considerarsi congruo da un punto di vista finanziario.

6.4 IL GIUDIZIO DI CONGRUITÀ E LE DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE: I CONSULENTI ESTERNI DI BRS

Il CdA di BRS, in vista delle proprie deliberazioni da assumere per la fusione (in particolare "progetto di fusione"), ha conferito mandato ai Consulenti esterni proff. Andrea Amaduzzi e Corrado Gatti di esprimere un giudizio di congruità sul rapporto di

cambio proposto dalla potenziale incorporante BCP.

La relazione si apre con l'indicazione dei punti essenziali in cui si articola la *Proposta vincolante per la realizzazione di un'operazione di fusione per incorporazione tra Banca di Credito Popolare S.c.p.A. e Banca Regionale di Sviluppo SpA.*

Vengono quindi richiamati i razionali strategici dell'operazione, i benefici e/o sinergie potenzialmente ottenibili dalle società coinvolte nell'operazione, la struttura e le caratteristiche dell'operazione, le numerose condizioni cui risulta subordinato il perfezionamento della stessa.

L'attenzione viene poi rivolta dai Consulenti principalmente all'oggetto del mandato ricevuto dalla BRS ovvero al parere di congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo offerto dalla BCP per il 100% del capitale sociale della BRS, corrispettivo che è stato fissato in termini di rapporto di concambio, come di seguito articolato: emissione di n. 11.402 azioni ordinarie di BCP che verranno assegnate agli attuali soci di BRS in ragione di 1 (una) azione ordinaria BCP di nuova emissione per n. 30 (trenta) azioni ordinarie di BRS in circolazione.

In vista di questo scopo, i Consulenti dopo aver indicato i documenti a cui hanno fatto riferimento nella stesura della propria relazione, richiamati i soggetti cui fanno capo le responsabilità per la veridicità e/o accuratezza dei dati ricevuti, richiamata l'incertezza che pervade le proiezioni e le stime assunte in molti casi a base di quei dati, si soffermano sulle valutazioni che le aziende sono tenute a porre in essere in caso di fusione.

Prima però tengono a precisare che: ... *Da un punto di vista teorico, la valutazione dovrebbe tenere conto del programma perseguito (i.e. la fusione). Andrebbe quindi stimato il concorso di A e di B alla formazione dei risultati complessivi (post fusione), che dovrebbe essere imputato, con ragionevoli ipotesi, ad A e B. Complessità, incertezze e assenza di dati/informazioni, inducono generalmente ad assumere l'ipotesi semplificatrice che le aziende A e B si mantengono autonome (valutazioni "stand alone"). Questa ipotesi risponde, in sostanza, all'idea che la stima debba rappresentare quanto gli azionisti di A e di B, rispettivamente, sacrificano nella fusione, piuttosto di quanto ricavano.*

Proseguono poi segnalando che: ... *Oggetto di stima è il "concambio teorico" o "concambio puro", che non tiene conto dei differenti interessi (eventuali) delle parti in*

causa nell'operazione di fusione; e in senso generale della loro forza contrattuale e del particolare contesto in cui si svolge l'operazione.

Il "concambio effettivo" quindi potrà essere differente da quello teorico in quanto influenzato da un "confronto negoziale" basato su valutazioni di convenienza soggettive o da eventuali situazioni di subalternità per una delle parti, che comporta un'assenza di confronto negoziale (ad es. controllante – controllata).

Se si utilizzano i prezzi di mercato nella stima del concambio si parla di "concambio di mercato".

Invece, il rapporto che deriva dalla contemporanea considerazione del valore di capitale economico e dei prezzi di mercato non è un concambio teorico puro, ma esprime un giudizio articolato, ed in parte soggettivo, al quale si suole attribuire la denominazione di "concambio complesso" (combinazione di un concambio teorico e di un concambio di mercato).

In merito ai metodi per la valutazione delle due Banche, i Consulenti hanno ritenuto di privilegiare i seguenti:

1. "Metodo patrimoniale semplice", che determina il valore economico di una società mediante la stima del valore del patrimonio netto rettificato, senza autonoma determinazione del valore dei beni immateriali, alla data di riferimento. In particolare:
 - a. si sono considerati i valori del patrimonio netto tangibile di BRS e BCP, sulla base degli ultimi bilanci disponibili;
 - b. il patrimonio netto di BRS è stato rettificato per tener conto:
 - dell'operazione di *derisking* posta nell'Offerta quale Condizione al completamento dell'Operazione (riduzione di NPE *ratio* lordo dal 31,8% fino al 5%). Operando tale rettifica e tenuto conto della perdita che ne conseguirebbe (circa euro 6.000.000 per un NPE ratio lordo del 10%, euro 7/8.000.000 per un NPE ratio lordo del 5%) il patrimonio netto contabile al 31.12.2021 di euro 12.887.000 della BRS assumerebbe il valore di euro 6.877.000 o di euro 4.887.000;
 - dell'onere di ristrutturazione per l'efficientamento della struttura aziendale, al fine di ripristinare l'equilibrio economico aziendale. I Consulenti hanno in proposito evidenziato la condizione di squilibrio economico che connota BRS

da alcuni anni (i bilanci 2020 e 2021 mostrano significative perdite⁷) e quantificato gli oneri di ristrutturazione atti a rimediare a tale situazione in un importo compreso tra 2.400.000 e 4.800.000. Quindi considerando tali ulteriori oneri, il patrimonio netto al 31.12.2021 di BRS assumerebbe un valore compreso tra: euro 0 ed euro 4.000.000.

c. il patrimonio netto contabile al 31.12.2021 di circa euro 199.747.000 di BCP è invece stato rettificato solo per tener conto della distribuzione dell'utile intervenuta in occasione dell'approvazione da parte dei soci del bilancio esercizio 2021, assumendo pertanto il nuovo valore di euro 198.491.840.

2. “Metodo dei Multipli di Borsa”, che determina il valore economico di una società mediante l'applicazione – ad alcune metriche economiche-patrimoniali della stessa – di multipli che il mercato borsistico esprime per società quotate comparabili.

In particolare:

- a. per riscontrare la ragionevolezza dei risultati ottenuti dall'osservazione dei prezzi di mercato è stato utilizzato il *Market Approach*;
- b. si è utilizzato il *Guideline Public Company Method (Stock Market Multiples)*, considerando un campione di imprese operanti nel settore bancario quotate sul mercato borsistico italiano (fonte: Factset);
- c. per il campione di imprese comparabili, per i quali sono disponibili tutti i dati rilevanti, è stato costruito il multiplo P/TBV;
- d. al fine di posizionare, relativamente al *range* di valori espresso dal mercato, BRS e BCP, si è proceduto ad una analisi di regressione multivariata considerando rilevanti indicatori di adeguatezza del capitale, qualità dell'attivo e redditività, utilizzando informazioni disponibili in banche dati specializzate (fonte: Bank Focus).

Le metodologie prescelte ai fini della valutazione delle due Banche – tengono ancora a precisare i Consulenti – non devono essere considerate singolarmente, bensì

⁷ Il processo di distruzione di valore è proseguito nell'esercizio 2022: il bilancio chiuso al 30.06.2022, approvato dal CdA il 29.09.2022, ha chiuso con una perdita di euro 804.924.

interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Considerare separatamente una qualsiasi delle analisi svolte senza considerare tutte le analisi ed i fattori nel loro complesso potrebbe portare ad esprimere un giudizio fuorviante o incompleto del processo sottostante la redazione della *Financial Fairness Opinion*.

Applicati i metodi appena indicati alle due Banche, i Consulenti addivengono ai seguenti risultati, in termini di Corrispettivo, espresso come peso della partecipazione dei Soci di BRS in BCP, a seguito dell'operazione di fusione per incorporazione.

Metodo Patrimoniale semplice: Valore minimo 0,00%; Valore massimo 1,99%

Multipli di Mercato

- Mercato Borsistico italiano: Valore minimo – 2,72%; Valore Massimo: 0,39%

Quindi, concludono la propria relazione ritenendo, da un punto di vista finanziario, congruo il rapporto di cambio di n. 1 azione BCP ogni n. 30 azioni BRS, con emissione da parte di BCP di n. 11.402 azioni ai soci della BRS, che assumeranno una partecipazione pari al 0,15% al capitale della Incorporante.

In altra parte della relazione e, comunque prima di portarsi sull'applicazione dei metodi di valutazione alle due Banche, i Consulenti hanno segnalato come le analisi effettuate siano soggette ad alcune limitazioni e difficoltà. In particolare:

- l'analisi svolta è condizionata dall'assenza, per entrambe le società coinvolte nell'Operazione, di un piano strategico aggiornato in grado di rappresentare i risultati economici e patrimoniali attesi, dati i risultati consuntivi conseguiti e le attuali condizioni di mercato. Non si dispone di un piano strategico che rappresenti gli effetti della combinazione aziendale; BRS presenta una situazione di squilibrio economico che può essere superata tramite un processo di ristrutturazione, che richiede un'adeguata ricapitalizzazione;
- le azioni BCP (Isin code: IT0000220464) sono negoziate nel mercato Hi-Mtf, segmento "Order Driven Azionario", organizzato e gestito da Hi-Mtf Sim S.p.A.,

- sistema multilaterale di negoziazione (MTF – *Multilateral Trading Facility*) autorizzato da Consob che offre garanzie di trasparenza ed efficienza;
- i prezzi di mercato sono influenzati dalle condizioni di liquidità ed efficienza che caratterizzano il mercato di riferimento;
 - BRS e BCP presentano profili, di attività ed economico-finanziari, che le rendono limitatamente comparabili tra loro solo e con le società quotate operanti nel medesimo settore o segmento di attività considerate comparabili;
 - con riferimento alle metodologie dei multipli di mercato di società quotate comparabili, i Consulenti hanno selezionato società comparabili in ragione dell'affinità ad uno o più *business* o di alcune caratteristiche operative delle società coinvolte nel Progetto di Aggregazione, che sono state ritenute rilevanti per le analisi svolte;
 - tuttavia, si evidenzia che differenze nelle dimensioni, prospettive di crescita, livello di redditività, presenza geografica, stagionalità del *business*, grado di rischio operativo impattano sul livello di confrontabilità tra le società coinvolte nel Progetto di Aggregazione e le società considerate "comparabili". Pertanto, i risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi dei multipli di mercato devono essere visti come indicativi ed a solo scopo di riscontro valutativo.

7. PROCEDURE SVOLTE

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, lo scrivente ha, tra le altre, svolto le seguenti procedure:

- effettuata una lettura critica della Relazione illustrativa del progetto di fusione rilasciata in formato bozza dagli amministratori di BCP;
- effettuata una lettura critica del progetto di fusione e di tutti gli altri documenti che attengono alla fusione rilasciati dalle due banche;
- in relazione alle Situazioni Patrimoniali ex art. 2501-quater c.c., vale a dire i rispettivi bilanci d'esercizio al 31.12.2021 delle società, svolto incontri e discussioni con il management delle Banche per l'ottenimento di alcuni chiarimenti nei limiti della finalità dell'incarico ottenuto e, comunque, assumendo

a base delle proprie verifiche/analisi la veridicità, la correttezza e l'accuratezza dei dati in essi contenuti;

- discusso, con il Management delle società e con alcuni dei suoi consulenti, il lavoro e le valutazioni realizzate per la determinazione del rapporto di cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, allo scopo di riscontrarne l'adeguatezza, in quanto nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli amministratori e dai loro consulenti nella determinazione del rapporto di cambio e le loro modalità di applicazione, tenuto conto delle peculiarità delle singole società;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata;
- ottenute le spiegazioni sui criteri e assunzioni poste a base delle proiezioni che hanno costituito la base per l'applicazione del DDM-EC, fermi restando le incertezze e i limiti propri dei dati previsionali;
- ottenute specifiche autorizzazioni dai Consulenti per l'utilizzo delle loro relazioni negli accertamenti compiuti ai sensi dell'art. 2501 sexies c.c., anche con riferimento ai richiami contenuti nella presente relazione;
- ottenuto specifica attestazione dagli amministratori (o rappresentanti dei CdA) che, per quanto a conoscenza degli stessi, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle analisi dello scrivente, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli amministratori per la determinazione del Rapporto di cambio.

8. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Rappresentato il percorso osservato dagli amministratori delle due banche per la determinazione del rapporto di cambio e le risultanze a cui tali soggetti sono pervenuti con il supporto dei Consulenti esterni, lo scrivente fornisce di seguito le proprie considerazioni/commenti propedeutici al rilascio del giudizio finale di

congruità/non congruità del rapporto di cambio stesso. Segue il paragrafo sui limiti specifici incontrati dall'Esperto e su altri aspetti meritevoli di segnalazione.

- 1) Gli amministratori della Banca Incorporante BCP, nella propria relazione (rilasciata in formato "bozza"), illustrano l'operazione di Fusione e descrivono le scelte metodologiche effettuate ed il processo seguito ai fini della determinazione del rapporto di cambio.
- 2) I metodi adottati dagli amministratori delle due banche e dai Consulenti da esse incaricati per la valutazione sono comunemente accettati e utilizzati a livello nazionale ed internazionale nell'ambito di valutazioni di realtà bancarie.
- 3) Nella individuazione dei metodi di valutazione, gli amministratori e i Consulenti si sono indirizzati verso quelli che garantiscono maggiore cautela e appaiono in grado di riflettere meglio di altri le specificità delle aziende coinvolte nell'operazione di fusione, anche avendo riguardo alle diverse dimensioni che le caratterizzano e ai differenziati andamenti economico finanziari che le hanno contraddistinte negli ultimi anni.
- 4) Gli amministratori e i Consulenti da essi incaricati, nella valutazione delle due società, hanno privilegiato metodi omogenei, conferendo così maggiore significato al successivo processo comparativo che ha condotto alla determinazione del rapporto di cambio.
- 5) Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima perseguita non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società coinvolte, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di cambio.
- 6) Per tale ragione, le valutazioni cui si perviene per le operazioni di fusione hanno significato nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.
- 7) Gli amministratori delle due Banche hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee straordinarie

degli azionisti, rapporto sul quale sono anche stati chiamati ad esprimersi i rispettivi consulenti esterni.

- 8) A tale riguardo, sia il Consulente esterno della BCP (Arché) sia i Consulenti esterni di BRS (proff. Amaduzzi e Gatti) hanno condotto il proprio lavoro attraverso l'impiego di metodi omogenei e, per questo, confrontabili.
- 9) I suddetti Consulenti, a essere precisi, sono stati chiamati ad esprimersi sul rapporto di cambio già proposto da BCP a BRS, per la cui determinazione BCP si è avvalsa delle risultanze fornite dal proprio advisor finanziario in ordine sia alla due diligence realizzata sui dati contabili di BRS sia alle valutazioni compiute per le due aziende. In particolare, il due diligence advisor ha ritenuto di impiegare come metodi principali, il metodo patrimoniale semplice per la valutazione di BRS, il metodo del DDM-EC per la valutazione di BCP.
- 10) La mancata coincidenza dei metodi applicati dall'advisor finanziario nella valutazione delle due Banche trova verosimile spiegazione nei differenziati andamenti registrati negli ultimi anni dalle stesse e nell'assenza, per BRS, di prospettive di funzionamento ordinario a meno di interventi di razionalizzazione dei costi, di riduzione dello NPE ratio lordo e di innesto di nuovo capitale. Il metodo patrimoniale semplice, in contesti di tal genere, restituisce sicuramente valutazioni più rassicuranti e agevoli da controllare di quanto riescano a fare gli altri metodi.
- 11) In aggiunta, si consideri, per la stessa BRS, l'indisponibilità di un piano affidabile e aggiornato su base *stand alone*, muovendo dal quale poter ipotizzare l'impiego di metodi di valutazione incentrati sui flussi.
- 12) Le risultanze ottenute dall'advisor dall'applicazione del metodo patrimoniale semplice nella valutazione di BRS e del metodo del DDM-EC per la valutazione di BCP sono comunque da ritenersi "confrontabili".
- 13) Il rapporto di cambio proposto da BCP, anche alla luce delle risultanze fornite dal proprio advisor finanziario, ha comunque trovato piena conferma nelle valutazioni condotte dai Consulenti esterni successivamente incaricati dalle due Banche.
- 14) In particolare, la valutazione finale comparativa a cui sono pervenuti i consulenti esterni di BRS con l'impiego del metodo patrimoniale semplice per ambedue le Banche⁸, espressa in termini di partecipazione al capitale della società Incorporante

⁸ E con l'ulteriore metodo dei multipli d Borsa.

post fusione, ha individuato un range (da -2,72% a 1,98%) nel cui ambito trova collocazione la percentuale dello 0,15% offerta da BCP, con un numero di azioni da assegnare ai soci di BRS pari a 11.402 (rapporto di cambio di n. 1 azione BCP ogni n. 30 azioni BRS).

- 15) Il range individuato dal Consulente esterno di BCP, espresso in termini di azioni oggetto di cambio, è compreso tra n. 25 (valore minimo) e n. 39 (valore massimo) azioni di BRS per n. 1 azione di BCP, nel cui ambito trova collocazione il n. 30 di azioni BRS da scambiare con n. 1 azione BCP, con un numero complessivo di azioni da assegnare ai soci di BRS pari a 11.402.
- 16) I metodi degli amministratori e dei loro Consulenti hanno trovato applicazione presupponendo l'ipotesi di *stand alone* delle entità oggetto di valutazione, ipotesi che prassi e dottrina richiamano diffusamente per ricondurre l'arbitrio e la soggettività del valutatore in limiti trascurabili.
- 17) Si deve tuttavia segnalare come, nel caso della valutazione realizzata per BRS dal Consulente di BCP, il risultato restituito dal DDM-EC ha trovato alimento nei flussi finanziari attinti da previsioni fornite dal management della BCP stessa partendo da una situazione al 31 dicembre 2021 cd "adjusted", ovvero rettificata per tenere conto dei rilievi emersi a seguito della due diligence, e considerando per gli anni successivi l'impatto di operazioni di efficientamento e ristrutturazione, di derisking del portafoglio NPE, di graduale allineamento alle dinamiche attese da BCP in merito alle principali voci economico patrimoniali ed altri effetti di integrazione. Tali proiezioni, di fatto, possono dare una indicazione del valore potenziale dell'Incorporanda in un'ottica di fusione nell'Incorporante.
- 18) Il parziale sacrificio della ipotesi stand alone, anche in questo caso, trova giustificazione nella condizione di disequilibrio economico che affligge da tempo la BRS e, pertanto, nell'assenza di autonome condizioni di funzionamento a meno di incisivi interventi di riorganizzazione/riconfigurazione dell'entità aziendale (la fusione risponde proprio a questo proposito).
- 19) Il valore assegnato alla BRS con il DDM-EC è comunque di appena euro 193.000.
- 20) Comparato il valore assegnato alla BRS attraverso il DDM-EC, con quello riconosciuto alla BCP con analogo metodo, si ottiene il range poc'anzi ricordato, compreso tra n. 25 (valore minimo) e n. 39 (valore massimo) azioni di BRS per n. 1 azione di BCP. Nell'ambito di questo range trova pertanto piena conferma il

rapporto di cambio proposto da BCP, di n. 1 azione BCP ogni n. 30 azioni BRS, e condiviso anche da BRS nell'ambito del progetto di fusione.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DALL'ESPERTO ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO MERITEVOLI DI SEGNALAZIONE

In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento dell'incarico, lo scrivente tiene a segnalare i seguenti:

- Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione e dai loro Consulenti sulla base della metodologia DDM-EC hanno trovato alimento in previsioni economico-finanziarie. Come noto, le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che potrebbero non verificarsi: i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, tanto più accentuate nel periodo post covid che stiamo vivendo e con un conflitto Russia-Ucraina tuttora in corso nonché dagli effetti economici al rialzo dei prezzi delle commodity di portata internazionale.
- Analoghi elementi di incertezza devono riconoscersi negli importi degli oneri di efficientamento, di riorganizzazione e di derisking del portafoglio NPE stimati dagli amministratori e dai loro Consulenti anche nell'applicazione del metodo patrimoniale semplice.
- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari sia italiani sia internazionali. Questi, nell'ultimo periodo, hanno evidenziato tendenze anomale e comunque caratterizzate da repentine oscillazioni a causa dell'incertezza che pervade il quadro economico generale dovuta ai noti fatti poc'anzi richiamati.
- I metodi di valutazione utilizzati dagli amministratori hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato in particolare la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi formulate. Tale

fattispecie è stata in parte gestita nelle valutazioni condotte da alcuni consulenti per il tramite del ricorso ad analisi di sensitività.

Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:

- Il perfezionamento dell'operazione di fusione è subordinato ad alcune condizioni scadenzate nel tempo. Limitatamente a quelle "scadenzate" entro la data di presentazione alla Banca d'Italia dell'istanza di autorizzazione all'Operazione, si registra il loro completo avveramento.

Rimangono tuttavia ancora in sospeso le ulteriori condizioni il cui verificarsi è previsto successivamente a tale data. Le suddette condizioni, in quanto poste nel solo ed esclusivo interesse della Società Incorporante, possono essere rimosse dalla stessa entro la data prevista per il loro avveramento.

Resta inteso che, salva la facoltà di rinuncia appena segnalata, in caso di mancata realizzazione anche di una sola delle suddette Condizioni Sospensive, l'Accordo di fusione sottoscritto dalle società potrà decadere automaticamente e non sortire alcun effetto.

- Nell'esecuzione dell'incarico assegnatogli, lo scrivente ha utilizzato dati, documenti e informazioni rilasciate dalle società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza senza svolgere verifiche al riguardo.
- Esula dall'oggetto dell'attività dello scrivente ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la convenienza e la struttura dell'operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa.
- La Fusione, come si legge nella relazione degli amministratori, non dà luogo a diritto di recesso ex art. 2437 del codice civile degli azionisti di Banca di Credito Popolare che non abbiano concorso alla delibera di approvazione della Fusione. Viceversa, ricorre una ipotesi di recesso per gli azionisti ordinari e di risparmio Banca Regionale di Sviluppo ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a), cod. civ. (che contempla la "*modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società*"), in quanto l'adozione dello statuto sociale di Banca di Credito Popolare implicherà per gli azionisti di

Banca Regionale di Sviluppo un cambiamento significativo dell'attività della società cui parteciperanno ad esito alla Fusione.

10 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure innanzi descritte e tenuto conto della natura e della portata del lavoro assegnato allo scrivente, come illustrate nella presente relazione, si ritiene che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle società, con il supporto dei rispettivi Consulenti, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di cambio, nella fattispecie congruo, pari a **Numero 1 azione ordinaria di Banca di Credito Popolare S.C.p.A. per ogni numero 30 azioni ordinarie di Banca Regionale di Sviluppo S.p.A.**

Napoli, 7 ottobre 2022

In Fede

Dott. Luciano Bifulco

