



**Banca Popolare
Valconca**



Trasformazione in S.p.A.

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
DELLA BANCA POPOLARE VALCONCA

sul valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, nonché sulla limitazione del
diritto al rimborso delle azioni dei soci recedenti

13 GIUGNO 2018

Egredi Soci,

si fa riferimento alla convocazione dell'Assemblea ordinaria e straordinaria per i giorni 30 giugno-1° luglio 2018 per discutere e deliberare, tra l'altro, in merito alla proposta di trasformazione di Banca Popolare Valconca soc.coop.p.a. (la "Banca" o "BPV") in società per azioni.

Con la relazione del Consiglio di Amministrazione pubblicata in data 28 maggio 2018, sono stati illustrati, tra l'altro, le proposte relative alla modifica dello statuto sociale conseguenti alla trasformazione e coerenti con la nuova forma giuridica della Banca come società per azioni e il conseguente sorgere del diritto di recesso in capo ai soci che non concorrano alla delibera di trasformazione.

Con la presente relazione (i) in primo luogo, viene illustrato l'iter relativo all'esercizio del suddetto diritto di recesso, e (ii) successivamente, si espongono le determinazioni relative al valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 5, cod. civ.

Il Consiglio di Amministrazione della Banca ha determinato il valore di liquidazione delle azioni BPV oggetto di recesso secondo quanto previsto dall'art. 2437-ter, comma 2, cod. civ., vale a dire (i) "sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti" e (ii) "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni", individuandolo in Euro 2,62 per ciascuna azione BPV.

A. DIRITTO DI RECESSO

1. PREMESSA

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

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

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

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

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

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

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

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

B. IL VALORE DI LIQUIDAZIONE: ASPETTI PROCEDURALI E VALUTATIVI

Tenuto conto della particolare delicatezza legata alla determinazione del prezzo di liquidazione e alla valutazione della sua congruità, il Consiglio di Amministrazione si è avvalso della consulenza dell'*advisor* Arché S.r.l. (l'**Advisor**), cui è stato affidato l'incarico di stimare un intervallo di valori all'interno del quale collocare il valore di liquidazione delle azioni BPV (il **Valore di Liquidazione**).

1. METODI DI VALUTAZIONE

Secondo quanto indicato dall'art. 2437-*ter* cod. civ.: *“il valore di liquidazione delle azioni è determinato [...] tenuto conto della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni. Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso”*.

Diversamente da quanto previsto dalla versione precedente dell'art. 2437-*ter* cod. civ., il quale faceva riferimento esclusivamente al valore del patrimonio netto, con la riforma del 2004 sono stati introdotti esplicitamente i concetti di “consistenza patrimoniale”, “prospettive reddituali”, “valore di mercato” facendo chiaro riferimento al valore corrente o “valore economico” delle azioni.

La determinazione del valore di liquidazione unitario delle azioni richiede pertanto la stima del valore dell'intera azienda.

La valutazione deve quindi esprimere un valore “equo”, non condizionato da fattori soggettivi e non inclusivo di eventuali premi o sconti. Il valore deve rappresentare il valore conseguibile dall'azionista in ipotesi di prosecuzione dell'attività con l'attuale struttura operativa; infatti, tale valore rappresenta quello di competenza dell'azionista che, esercitando il diritto di recesso, “rinuncia” al valore potenziale del progetto strategico che con la trasformazione della forma societaria verrebbe conseguito.

Il valore di riferimento per la valutazione ai fini del recesso è il valore intrinseco o valore fondamentale che, riflettendo i benefici economici attesi dalle azioni detenute,

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

In aggiunta è necessario considerare quanto previsto dall'art. 2437-ter, comma 2, cod. civ.: *"Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni"*.

L'art. 2437-ter cod. civ. stabilisce quindi espressamente che, in assenza di diversa disposizione statutaria, per la determinazione del valore di liquidazione gli amministratori facciano riferimento alla consistenza patrimoniale della società e alle sue prospettive reddituali, nonché all'eventuale valore di mercato delle azioni.

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

L'ulteriore riferimento indicato dalla norma è "all'eventuale valore di mercato". La nozione di valore di mercato a cui la dottrina e la prassi fanno riferimento è normalmente espressione della quotazione di Borsa se l'impresa è quotata in un mercato regolamentato, o del prezzo di transazioni recenti nel caso di impresa non quotata. Fare riferimento alle transazioni recenti come metodo di stima del valore di liquidazione, presuppone che il valore di tali transazioni sia reale espressione di un valore di "mercato" e, quindi, che le transazioni esaminate risultino significative in termini di volumi, numerosità e di controparti coinvolte.

(a) Dividend Discount Model

Con riferimento alle suddette considerazioni e a quanto previsto dall'art. 2437-ter cod. civ., ai fini della stima di un intervallo del valore di liquidazione si ritiene che debba venire in considerazione, tra i diversi metodi valutativi astrattamente utilizzabili, un metodo che definisca il valore di una società sulla base della capacità futura della stessa di generare redditi tenuto conto anche della sua consistenza patrimoniale e delle sue caratteristiche intrinseche, nello specifico il *Dividend Discount Model* (nella variante dell'*Excess Capital*: il "DDM"), la cui applicazione è una prassi assolutamente condivisa e da tempo consolidata nel settore bancario.

Unitamente al DDM si è fatto ricorso ad un secondo metodo valutativo, anch'esso assai comune nella prassi, ossia il Metodo dei Multipli di Borsa.

Nel DDM la misura dei flussi di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dall'Autorità di Vigilanza. Nel Metodo dei Multipli di Borsa viene effettuata la stima dei multipli impliciti nei prezzi di Borsa di un campione di società comparabili per attività svolta, mercato di riferimento, dimensione, e la successiva applicazione di tali multipli alle grandezze fondamentali della società valutata. Il metodo consente di fornire un'indicazione del possibile valore di mercato delle azioni.

Con riferimento all' "eventuale valore di mercato" si rileva che la Banca non è quotata su un mercato regolamentato, ma su di un sistema multilaterale organizzato da HI-MTF S.p.A..

L'applicazione del DDM evidenzia un *range* di valori per azione compreso tra Euro 2,66 ed Euro 3,82.

(b) Metodo dei Multipli di Borsa

Secondo la migliore prassi, oltre all'individuazione di un metodo principale, si ricorre ad altri metodi, al fine di confrontare i risultati ottenuti con altri strumenti di valutazione comunemente adottati. Secondo quanto di regola effettuato, per i fini di tali confronti si ricorre a metodi c.d. "di mercato".

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

Il Metodo dei Multipli di Borsa è stato applicato considerando un campione di dieci banche italiane quotate ritenute più comparabili con il profilo della Banca. Sono state escluse le realtà che presentano maggiori e persistenti difficoltà economico-patrimoniali poiché si ritiene che, sulla base dei dati analizzati, la situazione della Banca non è paragonabile a quella delle banche coinvolte nelle operazioni menzionate.

Nello specifico è stato calcolato il multiplo P/BVtangibile (P/PN*), dove "P" rappresenta il prezzo medio calcolato considerando un periodo di osservazione degli ultimi 10 giorni alla data del 12 giugno 2018, e il "BVtangibile" il valore del patrimonio netto tangibile, ovvero al netto dell'avviamento, risultante dai prospetti trimestrali a marzo 2018. Il prezzo sul patrimonio netto tangibile è un multiplo ampiamente utilizzato nel settore bancario. L'utilizzo del multiplo è ampiamente diffuso perché il patrimonio netto rappresenta una grandezza di riferimento per un'azienda bancaria considerati i vincoli imposti dalla normativa di vigilanza in termini di capitale minimo da detenere e di copertura delle perdite potenziali future legate ai crediti deteriorati netti.

Sulla base di quanto precede è stato individuato un intervallo di valori per azione compreso tra Euro 2,28 e Euro 2,62.

2. LIMITI E DIFFICOLTÀ INERENTI ALLA VALUTAZIONE

Anche sulla base della relazione rilasciata dall'Advisor, il Consiglio di Amministrazione, con l'ausilio delle strutture interne, ha fatto proprie le metodologie e gli applicativi

dell'Advisor e ha effettuato le seguenti considerazioni circa i limiti e le problematiche inerenti alla valutazione.

Le stime di valore ottenute con il *Dividend Discount Model* esprimono valori d'azienda coerenti con le prospettive reddituali e con la consistenza patrimoniale della banca in conseguenza di un modello valutativo basato anche su dati previsionali. In questa circostanza, occorre evidenziare che qualsiasi dato di carattere previsionale presenta per natura un profilo di incertezza. Infatti, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, gli scostamenti fra dati consuntivi e dati preventivati potrebbero essere significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni di carattere generale e ipotetico si manifestassero.

Nella consapevolezza della sensibilità che una stima di valore possa avere ai dati previsionali che vengono considerati nel modello valutativo, la prassi professionale indica alcune modalità e tecniche per calmierare l'incertezza insita in tali informazioni. La tecnica più diffusa è quella di ponderare l'aleatorietà insita nei dati previsionali mediante l'applicazione di un tasso di attualizzazione dei flussi futuri appropriato, che possa considerare adeguatamente il profilo di rischio tipico sia del settore di riferimento sia dell'azienda valutata e insisto nell'incertezza di conseguire i risultati prospettici.

Va osservato che, proprio per il ruolo cruciale che riveste la stima del tasso di attualizzazione nei processi valutativi, la sua determinazione rappresenta, comunque, uno dei punti critici di un processo di valutazione dove le soluzioni adottate in termini di metodologie, parametri, formule dipendono anche dalla discrezionalità di chi effettua la valutazione. Per questo motivo, sia in dottrina che nella prassi valutativa sono stati sviluppati diversi modelli tra i quali quello che è maggiormente prevalso è il Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Le modalità di stima dei parametri alla base della determinazione del tasso di attualizzazione utilizzate nel caso specifico sono conformi alle più diffuse tecniche riconosciute in dottrina e utilizzate nella prassi valutativa internazionale.

In riferimento ai Metodo dei Multipli di Borsa occorre evidenziare che il limite principale di tale metodologia è rappresentato dalla non perfetta comparabilità delle aziende quotate selezionate per comporre il campione da cui sono stati ottenuti i moltiplicatori. Le peculiarità di ogni singola azienda sono spesso mediate dalla dimensione del campione, fattore che nel caso specifico presenta alcuni limiti. Ciò tuttavia non toglie al metodo in questione la qualità di fornire, nel caso specifico, utili indicazioni sull'ordine di grandezza che il mercato potrebbe attribuire al valore delle azioni della Banca.

In sintesi l'utilizzo congiunto dei due metodi di valutazione permette di attenuare gli effetti conseguenti ai limiti specifici di ognuno di essi, giungendo ad un giudizio di valore ponderato.

3. DEFINIZIONE DEL VALORE DI LIQUIDAZIONE

L'Advisor ha quindi proceduto ad indicare un intervallo ristretto tra i risultati ottenuti con i due metodi di valutazione adottati compreso tra Euro 2,62 ed Euro 2,66.

* * * * *

Il Consiglio di Amministrazione, tenuto conto del quadro normativo e fattuale, esaminate e fatte proprie le analisi svolte dall'Advisor, sentito il parere della Società di Revisione e del Collegio Sindacale, ad esito del confronto ragionato tra i risultati ottenuti con i vari metodi di valutazione, ha ritenuto di indicare in Euro 2,62 (dueeuro/62) il valore unitario di liquidazione dell'azione della Banca ai fini del diritto di recesso collegato alla trasformazione.

Il valore sopra indicato si colloca al minimo dell'intervallo di valutazione dell'azione BPV suggerito dall'Advisor.

C. LIMITAZIONE OVVERO ESCLUSIONE DEL RIMBORSO DELLE AZIONI OGGETTO DI RECESSO

1. I LIMITI AL RIMBORSO PREVISTI DALLA RIFORMA DELLE BANCHE POPOLARI

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

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

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

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

La Banca ha conseguentemente modificato il proprio Statuto, che all'articolo 6, comma 3, prevede:

- *“Il rimborso è deliberato dal Consiglio di Amministrazione, il quale può, sentito il Collegio Sindacale, limitare o rinviare, in tutto o in parte e senza limiti di tempo, il rimborso delle azioni del socio uscente e degli altri strumenti di capitale*

computabili nel CET 1, anche in deroga a disposizioni del codice civile e ad altre norme di legge e ferme restando le autorizzazioni dell'Autorità di Vigilanza al rimborso degli strumenti di capitale, ove previste. Le determinazioni sull'estensione del rinvio e sulla misura della limitazione del rimborso delle azioni e degli altri strumenti di capitale sono assunte tenendo conto della situazione prudenziale della banca, in conformità delle disposizioni della Banca d'Italia”;

- il Consiglio di Stato ha provvisoriamente sospeso, in via cautelare, le disposizioni di vigilanza della Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 di Banca d'Italia relative alla facoltà di limitazione del diritto al rimborso spettante in caso di recesso conseguente a trasformazione di banca costituita in forma di cooperativa in società per azioni (sez. VI, ordinanza n. 5383/2016 del 2 dicembre 2016);
- tale sospensione è stata disposta sino alla data in cui la Corte Costituzionale non avesse provveduto a decidere sulle questioni di legittimità costituzionale delle norme che attribuiscono al consiglio di amministrazione delle banche popolari la facoltà di limitare (anche in tutto e senza limiti di tempo) il diritto al rimborso delle azioni oggetto di recesso (Consiglio di Stato, sez. VI, ordinanza n. 5277/2016 del 15 dicembre 2016);
- con sentenza 99/2018 del 21 marzo 2018 (depositata in data 15 maggio 2018), la Corte Costituzionale ha dichiarato infondate le questioni di legittimità costituzionalità sollevate dal Consiglio di Stato relativamente alle limitazioni al rimborso in caso di recesso del socio a seguito della trasformazione di banca popolare in società per azioni. Tuttavia, alla data odierna, non è venuta meno la sospensione disposta in via cautelare dal Consiglio di Stato (sez. VI, ordinanza n. 5383/2016 del 2 dicembre 2016), atteso che il Consiglio di Stato si è riservato di assumere la decisione finale circa la fase cautelare in occasione di una prossima camera di consiglio.

In ogni caso, ben prima che il Consiglio di Stato adottasse l'ordinanza di rimessione n. 5277/2016, la Banca aveva provveduto a recepire in Statuto le previsioni relative alla facoltà di limitazione del rimborso (v. l'art. 6, comma 3, sopra citato), di modo che le stesse ad oggi governano la Banca e l'operato degli organi sociali.

La sospensione delle disposizioni di vigilanza ad opera del Consiglio di Stato non comporta perciò alcun mutamento rispetto all'*iter* di trasformazione previsto dalla normativa civilistica, regolamentare e statutaria.

Essa rende semmai opportuno che il Consiglio di Amministrazione non assuma allo stato alcuna determinazione in punto di eventuale limitazione del diritto al rimborso con fondi propri della Banca, che potrà essere decisa solo all'esito della fase di offerta in opzione e prelazione e della pronuncia del Consiglio di Stato sulle previsioni oggetto di impugnativa e l'eventuale, conseguente revisione dell'impianto regolamentare applicabile alla limitazione del diritto al rimborso delle azioni oggetto di recesso.

Solo in quel momento, infatti, sarà noto l'esatto ammontare dell'eventuale esborso che resterebbe a carico della Banca ed il quadro normativo applicabile, e quindi solo in quel momento si potrà assumere una compiuta decisione sul punto.

Morciano di Romagna, 13 giugno 2018

Il Consiglio di Amministrazione