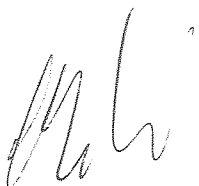


**BANCA POPOLARE DEL CASSINATE S.C.P.A.**

Stima ai sensi e per gli effetti dell'art. 5, comma 1, della Legge 28 dicembre 2001, n. 448, per l'individuazione del valore del 100% del capitale economico della Banca Popolare del Cassinate S.c.p.A.

prof. CARMELO INTRISANO

Associato di Finanza Aziendale  
Università di Cassino e del Lazio Meridionale

A handwritten signature in black ink, appearing to be 'M. L.', located in the bottom right corner of the page.

- INDICE -

EXECUTIVE SUMMARY.....	1
1. INTRODUZIONE METODOLOGICA.....	3
1.1. Premessa.....	3
1.2. Oggetto e ambito dell'incarico.....	3
1.3. Data di riferimento e documentazione utilizzata.....	3
1.4. Fatti di rilievo.....	4
1.5. Descrizione del lavoro svolto.....	4
1.6. Presupposti e limiti dell'incarico.....	4
2. ANALISI DI DATI ECONOMICO-FINANZIARI, STORICI E PROSPETTICI, ED ESAME DEL PROFILO DI RISCHIO DELLA BPC..	6
2.1. Descrizione della BPC.....	6
2.2. Analisi di dati economico-finanziari della BPC.....	6
2.3. Analisi del profilo di rischio della BPC.....	9
3. L'INDIVIDUAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE.....	11
3.1. Aspetti generali.....	11
3.2. Il Dividend Discount Model – Excess Capital.....	12
3.3. Quantificazione del valore del capitale economico della Banca.....	13
4. CONTROLLO DEL RISULTATO DELLA VALUTAZIONE.....	21
5. SENSITIVITÀ DEL VALORE .....	23
6. CONCLUSIONI.....	27



### EXECUTIVE SUMMARY.

Gli elementi prospettici forniti dal management della Banca sono così riassumibili:

- incremento del margine di interesse al 2018 del 28,69% sul dato consolidato al 31 dicembre 2015;
- diminuzione dei costi operativi al 2018 dello 0,06% sul dato consolidato al 31 dicembre 2015;
- crescita dell'utile al 2018 del 21,68% sul dato consolidato al 31 dicembre 2015;
- aumento dell'attivo al 2018 del 18,04% sul dato consolidato al 31 dicembre 2015;

La stima del 100% del capitale economico della Banca è stata effettuata attraverso il metodo del *Dividend Discount Model* nella variante *Excess – Capital*. Detta metodologia attualizza i flussi distribuibili agli azionisti nel periodo di previsione esplicita e stima un valore terminale pari al valore attuale dei flussi di cassa distribuibili per il periodo successivo. È stato inoltre utilizzato, quale metodo di controllo dei risultati ottenuti, il metodo dei multipli delle transazioni comparabili di banche affini alla BPC.

Riguardo le variabili utilizzate sono state così determinate:

- tasso *free risk* = è stato impiegato l'1,24%, corrispondente al rendimento lordo dei BTP di cui all'asta del 30-31/03/2016, in quanto ultima asta utile, prima dell'inizio del processo valutativo;
- beta = è stato considerato un valore pari a 1,22 corrispondente al beta medio di settore;
- *Market Risk Premium* = si è fatto riferimento all'indagine di Fernandez che, rilevando il premio al rischio utilizzato da accademici, analisti e manager finanziari in 41 paesi, ha individuato per l'Italia un valore del MRP pari al 5,40%;
- tasso di crescita *g* = viene stimato pari a 1,24%, date le previsioni sul tasso di inflazione per l'anno 2019 dell'Italia, contenute nel Bollettino del Fondo Monetario Internazionale *World Economic Outlook* - Ottobre 2015.

Il costo del capitale, determinato secondo la formula del CAPM, risulta quindi di 7,83%.

Considerata la metodologia e date le ipotesi assunte è stato stimato il valore del capitale economico di BPC in Euro 174,5 milioni corrispondente a un valore per azione pari ad Euro 15,05.



Le banche comparabili evidenziano un *range* di valore per azione compreso tra Euro 12,90 ed Euro 18,38 all'interno del quale si colloca pienamente il valore stimato nella presente perizia.

METODO	DATA DI RIFERIMENTO	CAPITALE ECONOMICO PER AZIONE
DDM variante Excess- Capital	31 dicembre 2015	Euro 15,05
Multipli di Transazioni Comparabili	31 dicembre 2015	Euro 12,90 – Euro 18,38

## **1. INTRODUZIONE METODOLOGICA.**

### **1.1. PREMESSA.**

La Banca Popolare del Cassinate S.C.p.A. (di seguito "Banca" o "BPC") intende procedere alla valutazione del valore unitario attribuibile alle azioni che costituiscono il capitale sociale, allo scopo di permettere ai soci, ai sensi dell'art. 5 della legge 28 dicembre 2001 n. 448, di determinare le plusvalenze e minusvalenze di cui all'art. 81, comma 1 lettere c) e c-bis) del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 e successive modificazioni) per le partecipazioni possedute al 1° gennaio 2016 assumendo, in luogo del costo o valore di acquisto, il valore della frazione del patrimonio netto della società, determinato sulla base di una perizia giurata di stima, cui si applica l'art. 64 del codice di procedura civile, a condizione che il predetto valore sia assoggettato ad una imposta sostitutiva delle imposte sui redditi.

La legge n. 208 del 28 dicembre 2015, infatti, ha riaperto il termine per la suddetta rideterminazione del valore delle partecipazioni, fissando al 30 giugno 2016 il nuovo termine.

### **1.2. OGGETTO E AMBITO DELL'INCARICO.**

L'incarico, conferito in data 9 aprile 2016 al sottoscritto prof. Carmelo Intrisano, residente in Ceprano, via Vignola 21, iscritto al Registro dei Revisori Legali n. 30481, ha come oggetto la redazione di una Perizia di stima volta all'individuazione del valore del 100% del capitale economico della Banca, ai sensi e per gli effetti dell'art. 5, comma 1 della già citata Legge n. 448/2001.

### **1.3. DATA DI RIFERIMENTO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.**

Ai fini della perizia la valutazione è effettuata con riferimento alla data del 31 dicembre 2015. Di conseguenza le proiezioni economiche e gli altri elementi alla base del processo valutativo sono stati analizzati, considerati e aggiornati a tale data.

Per lo svolgimento dell'incarico e la conseguente elaborazione della valutazione sono stati acquisiti i seguenti documenti aziendali:

- Bilancio 2014;
- Bilancio 2015;
- Piano strategico 2015-2017;
- Piano operativo 2016;

- Budget 2016;
- Dati Previsionali 2016-2018;
- Informativa ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*) al 31/12/2015;
- SREP (*Supervisory Review & Evaluation Process*) – Decisione sul capitale 2015;
- RAS (*Risk Appetite Statement*) 2016;
- Prospetti di rideterminazione delle RWA (*Risk Weighted Assets*) 2016-2018.

La presente relazione è stata effettuata inoltre sulla base dei dati e delle informazioni forniti dal management della Banca, nonché delle metodologie esposte nel prosieguo.

#### **1.4. FATTI DI RILIEVO.**

Si evidenzia che allo scrivente non sono state segnalate novità rilevanti intervenute nel periodo che intercorre tra la data di riferimento della stima e la data di sottoscrizione della perizia, tali da incidere in maniera significativa sui risultati della stima.

#### **1.5. DESCRIZIONE DEL LAVORO SVOLTO.**

L'incarico è stato svolto procedendo attraverso le seguenti fasi:

- ottenimento delle informazioni di natura contabile e gestionale (attuali e prospettiche) e relativa analisi;
- individuazione delle metodologie di valutazione maggiormente utilizzate nella prassi e studio della loro adattabilità alla valutazione oggetto della presente stima;
- determinazione dei valori dei parametri impiegati per la valutazione, considerate le caratteristiche della Banca;
- applicazione della metodologia e interpretazione dei risultati ottenuti.

In ogni caso lo scrivente dichiara di aver adottato le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione dei documenti e dati e di aver svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio.

#### **1.6. PRESUPPOSTI E LIMITI DELL'INCARICO.**

In merito ai presupposti ed i limiti di svolgimento dell'incarico si rileva quanto segue:

- a) i dati e le informazioni acquisite, che sono alla base della perizia, vengono assunte sul presupposto della loro completezza, correttezza e accuratezza. Si evidenzia inoltre che lo scrivente non ha svolto procedure autonome di revisione contabile sui bilanci della società nonché verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di qualsiasi natura non riportate nei bilanci societari;
- b) la stima del valore del capitale economico si basa tra l'altro sui dati previsionali 2016-2018, predisposti dal management aziendale, che presuppongono il verificarsi di determinate assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici in esso contenuti, caratterizzati per loro natura da elementi di incertezza;
- c) la perizia non tiene conto degli effetti derivanti da eventi futuri di natura straordinaria e di eventi imprevisi quali ad esempio modifiche regolamentari di settore.



## **2. ANALISI DI DATI ECONOMICO-FINANZIARI, STORICI E PROSPETTICI, ED ESAME DEL PROFILO DI RISCHIO DELLA BPC.**

### **2.1. DESCRIZIONE DELLA BPC.**

Nata il 5 febbraio 1955 su iniziativa di un gruppo di 42 soci guidati dal Senatore Carlo Restagno con un capitale di circa 11,5 milioni di lire, la Banca Popolare del Cassinate ha conosciuto nel corso del tempo un graduale processo di crescita ed espansione territoriale che l'ha portata ad essere oggi una risorsa ed un punto di riferimento per il territorio. Il successo della Banca costituisce il risultato di una serie di scelte strategiche tra le quali il mantenimento dell'indipendenza ed autonomia della Banca, la partecipazione nella Invest Banca, la stipula di accordi di cooperazione con importanti istituzioni finanziarie e di convenzioni con enti, fra i quali l'Università degli Studi di Cassino e del Lazio Meridionale. Negli oltre 60 anni di storia, la Banca ha visto progressivamente aumentare il numero di filiali consolidando così la sua espansione territoriale. A questo aumento quantitativo si è accompagnata la crescita della qualità dei servizi offerti e l'attenzione al cliente.

L'oggetto sociale della Banca consiste nella raccolta del risparmio e nell'esercizio del credito; pertanto, l'area operativa della Banca può essere essenzialmente ricondotta all'intermediazione creditizia e finanziaria e alla fornitura di servizi.

Al 31 dicembre 2015 il capitale sociale ammonta a Euro 58.005.180, costituito da n. 11.601.036 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 5 ognuna; alla data di valutazione la Banca non detiene azioni proprie in portafoglio.

In data 27 gennaio 2015 il Consiglio di Amministrazione della Banca ha approvato il "Piano Strategico 2015-2017" i cui pilastri sono:

- la valorizzazione del patrimonio immobiliare;
- il rafforzamento del modello organizzativo in modo da soddisfare al meglio le potenzialità del territorio;
- la previsione di una base patrimoniale in grado di ottimizzare le opportunità di crescita.

### **2.2. ANALISI DI DATI ECONOMICO-FINANZIARI DELLA BPC, STORICI E PROSPETTICI.**

Nel periodo di Piano è prevista una crescita del 21,68% dell'utile, in ragione del CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) del 6,76%. Detta crescita è da ascrivere in massima parte all'andamento del *Margine di interesse* e della *Componente commissionale*, aumentati rispettivamente del 28,69% e del 20,70%, a fronte di una sostanziale stabilizzazione dei costi operativi.





Conto Economico	2014-A	2015-A	2016-E	2017-E	2018-E	Variazione % (2015-2018)	CAGR
Interessi attivi e proventi assimilabili	43.886	35.628	33.312	36.749	39.798	11,70%	3,76%
Interessi passivi	(14.325)	-12.570	-9.283	-9.575	-10.125	-19,45%	-6,96%
MARGINE DI INTERESSE	<b>29.560</b>	<b>23.058</b>	<b>24.029</b>	<b>27.174</b>	<b>29.673</b>	<b>28,69%</b>	<b>8,77%</b>
Commissioni attive	6.455	6.831	7.300	7.793	8.200	20,04%	6,28%
Commissioni passive	(1.177)	(1.198)	(1.200)	(1.309)	(1.400)	16,89%	5,34%
COMMISSIONI NETTE	<b>5.279</b>	<b>5.634</b>	<b>6.100</b>	<b>6.484</b>	<b>6.800</b>	<b>20,70%</b>	<b>6,47%</b>
Dividendi e proventi simili	30	13	50	50	50	286,28%	56,90%
Risultato netto dell'attività di negoz.	334	547	500	300	300	-45,15%	-18,14%
Utile/perdita da cessione att. finanz.	13.037	11.960	5.000	6.000	5.000	-58,20%	-25,23%
MARGINE DI INTERMEDIAZIONE	<b>48.240</b>	<b>41.212</b>	<b>35.679</b>	<b>40.008</b>	<b>41.823</b>	<b>1,48%</b>	<b>0,49%</b>
Rett. valore per deterioramento crediti	(11.688)	(5.981)	(3.000)	(4.000)	(3.000)	-49,84%	-20,55%
RISULTATO NETTO GESTIONE FINANZ.	<b>36.552</b>	<b>35.231</b>	<b>32.679</b>	<b>36.008</b>	<b>38.823</b>	<b>10,20%</b>	<b>3,29%</b>
Spese amministrative	(20.320)	(22.570)	(20.800)	(21.700)	(22.300)	-1,20%	-0,40%
a) spese per il personale	(10.626)	(11.300)	(12.000)	(12.400)	(12.600)	11,50%	3,70%
b) spese amministrative	(9.694)	(11.270)	(8.800)	(9.300)	(9.700)	-13,93%	-4,88%
Accantonamenti per rischi e oneri	(1.516)	80	(300)	(350)	(350)	-539,46%	-263,80%
Rett. di valore su attività mat.li e imm.li	(2.041)	(2.116)	(2.179)	(2.400)	(2.450)	15,76%	5,00%
Altri oneri/proventi di gestione	2.944	3.395	3.600	3.700	3.900	14,88%	4,73%
COSTI OPERATIVI	<b>(20.932)</b>	<b>(21.212)</b>	<b>(19.679)</b>	<b>(20.750)</b>	<b>(21.200)</b>	<b>-0,06%</b>	<b>-0,02%</b>
Utile/perdita da cessione di invest.	-	(2)	-	-	-	-	-
UTILE/PERDITA ANTE IMPOSTE	<b>15.620</b>	<b>14.016</b>	<b>13.000</b>	<b>15.258</b>	<b>17.623</b>	<b>25,73%</b>	<b>7,93%</b>
Imposte sul reddito del periodo	(6.315)	(5.471)	(5.330)	(6.256)	(7.225)	32,06%	9,71%
UTILE/PERDITA NETTO	<b>9.305</b>	<b>8.546</b>	<b>7.670</b>	<b>9.002</b>	<b>10.398</b>	<b>21,68%</b>	<b>6,76%</b>

Fonte: Bilanci societari e Piano previsionale 2016-2018 (valori in migliaia di euro).

Analogamente nel Piano si prevede una crescita dell'Attivo del 18,04% per lo più riconducibile alla componente fruttifera.

Stato Patrimoniale	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	Variazione % (2015-2018)	CAGR
Crediti verso clientela	479.439	488.037	524.900	552.000	590.000	20,89%	6,53%
Portafoglio di proprietà	697.678	1.134.077	1.295.754	1.317.000	1.334.000	17,63%	5,56%
Partecipazioni	-	-	-	-	-	-	-
Attività materiali ad uso investimento	21.648	21.938	35.000	35.000	35.000	59,54%	16,85%
Attivo fruttifero	<b>1.198.765</b>	<b>1.644.051</b>	<b>1.855.654</b>	<b>1.904.000</b>	<b>1.959.000</b>	19,16%	6,02%
Attività materiali e immateriali	34.829	33.551	21.500	22.450	22.620	-32,58%	-12,31%
Altre voci dell'attivo	31.186	27.029	27.000	28.500	30.600	13,21%	4,22%
Attivo non fruttifero	<b>66.015</b>	<b>60.580</b>	<b>48.500</b>	<b>50.950</b>	<b>53.220</b>	-12,15%	-4,23%
TOTALE ATTIVO	<b>1.264.780</b>	<b>1.704.631</b>	<b>1.904.154</b>	<b>1.954.950</b>	<b>2.012.220</b>	18,04%	5,69%
Debiti verso clientela	521.682	593.055	616.312	630.000	660.000	11,29%	3,63%
Debiti netti verso banche	368.027	761.223	938.700	935.500	933.300	22,61%	7,03%
Titoli in circolazione	211.967	188.386	183.688	220.000	240.000	27,40%	8,41%
Passivo oneroso	<b>1.101.677</b>	<b>1.542.664</b>	<b>1.738.700</b>	<b>1.785.500</b>	<b>1.833.300</b>	18,84%	5,92%
Altre passività non onerose	34.594	29.509	31.267	30.000	32.000	8,44%	2,74%
Patrimonio netto	<b>128.509</b>	<b>132.459</b>	<b>134.187</b>	<b>139.450</b>	<b>146.920</b>	10,92%	3,51%
Capitale sociale	58.005	58.005	58.005	58.400	59.200	2,06%	0,68%
Sovrapprezzo emissione	7.459	7.477	8.000	8.100	8.200	9,57%	3,12%
Riserve	53.741	58.431	60.512	63.948	69.122	18,30%	5,76%
Utile (perdita) d'esercizio	9.305	8.546	7.670	9.002	10.398	21,68%	6,76%
TOTALE PASSIVO	<b>1.264.780</b>	<b>1.704.631</b>	<b>1.904.154</b>	<b>1.954.950</b>	<b>2.012.220</b>	18,04%	5,69%

Fonte: Bilanci societari e Piano previsionale 2016-2018 (valori in migliaia di euro).

La crescita dell'utile si riflette sul ROE che complessivamente aumenta del 10,44% considerato un CAGR del 3,37%.

Quanto sopra è peraltro la conseguenza delle previsioni del management della Banca, in termini di:

- recupero di efficienza gestionale, stante il *Cost/Income ratio* che diminuisce dal 51,47% del 2015 al 50,69% del 2018;
- miglioramento del costo del credito, atteso il rapporto tra le *Rettifiche di valore su crediti verso clientela* e l'ammontare totale dei *Crediti verso clientela medi lordi* che scende dal valore di 1,22% del 2015 al valore di 0,51% del 2018;

- potenziamento dell'attività creditizia, data l'incidenza del *Margine di interesse sul Margine di intermediazione* che cresce dal 55,95% del 2015 al 70,95% del 2018.

Indicatori di sintesi	2014-A	2015-A	2016-E	2017-E	2018-E	Variazione % (2015-2018)	CAGR
ROE	7,81%	6,90%	6,06%	6,90%	7,62%	10,44%	3,37%
Cost/Income Ratio	43,39%	51,47%	55,16%	51,86%	50,69%	-1,52%	-0,51%
Rettifiche su crediti/impieghi (cost of credit)	2,44%	1,22%	0,57%	0,72%	0,51%	-58,46%	-25,39%
Margine di interesse/Margine di intermediazione	61,28%	55,95%	67,35%	67,92%	70,95%	26,81%	8,24%

Fonte: Bilanci societari e Piano previsionale 2016-2018.

### 2.3. ANALISI DEL PROFILO DI RISCHIO DELLA BPC.

Con la stesura dell'ICAAP 2015 (*Internal Capital Adequacy Assessment Process*) la Banca ha individuato gli obiettivi di rischio collegati alle risultanze economico-patrimoniali prospettiche, così come delineato nel *Risk Appetite Framework* (RAF), di cui le componenti essenziali sono:

- il rischio massimo assumibile, o *risk capacity*, prendendo come riferimento i Fondi propri;
- il rischio effettivo, o *risk profile*, ossia il rischio di fatto assunto dalla banca e misurato in un dato istante temporale;
- la propensione al rischio, o *risk appetite*, quale livello di rischio che la banca intende assumere al fine di implementare i suoi obiettivi strategici;
- la soglia di tolleranza, o *risk tolerance*, quale scostamento massimo consentito dal *risk appetite* e tale da consentire alla banca di operare con margini sufficienti anche in condizioni di stress.

	Risk Profile	Risk Appetite	Risk Tolerance
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2016
Common Equity Tier 1	18,89%	19,42%	19,21%
Total Capital ratio	19,16%	19,69%	19,48%
Capitale complessivo/Capitale interno complessivo	1,914	1,918	1,197
Leverage ratio	5,59%	5,50%	5,44%
Crediti deteriorati netti /Fondi propri	39,14%	36,90%	37,30%
Return on Risk Weighted Assets	2,28%	2,46%	2,28%

Fonte: ICAAP 2015.

Il processo di SREP della Banca d'Italia ha, quindi, individuato i requisiti patrimoniali specifici aggiuntivi rispetto alle misure di capitale minime previste dalla vigente regolamentazione in rapporto alla propria esposizione ai rischi, considerate anche le misure aziendali di capitale interno stimate nell'ICAAP.

Detti requisiti sono così dettagliati:

- coefficiente di capitale primario di classe 1 (*CET 1 ratio*) pari al 7,2%, comprensivo del 2,5% a titolo di riserva di conservazione del capitale;
- coefficiente di capitale di classe 1 (*Tier 1 ratio*) pari al 9,6%, comprensivo del 2,5% a titolo di riserva di conservazione del capitale;
- coefficiente di capitale totale (*Total Capital ratio*) pari al 12,8%, comprensivo del 2,5% a titolo di riserva di conservazione del capitale.

Indicatore	Descrizione	Requisito minimo	Riserva conservazione capitale	Aggiuntivo specifico BPC	Requisito totale
CET 1 ratio	Coefficiente di capitale primario di classe 1	4,5%	2,5%	0,2%	7,2%
Tier 1 ratio	Coefficiente di capitale di classe 1	6,0%	2,5%	1,1%	9,6%
Total Capital ratio	Coefficiente di capitale totale	8,0%	2,5%	2,3%	12,8%

Fonte: SREP.

### 3. L'INDIVIDUAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE.

#### 3.1. ASPETTI GENERALI.

La definizione del valore di un'azienda implica un'attività complessa in cui il risultato finale costituisce la sintesi di principi, assunzioni e metodi sui quali è stato strutturato il processo valutativo ed atti ad esprimere una misura del capitale che sia razionale, verificabile, coerente e affidabile.

Il processo valutativo, infatti, deve seguire uno schema logico rigoroso, convincente e fondato su principi di razionalità economica e deve essere dimostrabile soprattutto in ragione della provenienza dei dati utilizzati, dell'attendibilità e dell'autorevolezza delle fonti, della ragionevolezza delle ipotesi assunte e della correttezza dei passaggi logico-matematici alla base dei calcoli. Inoltre il valutatore, compatibilmente con la natura dell'incarico ricevuto, deve garantire la corrispondenza più ampia possibile fra base informativa, obiettivi della valutazione e risultati conseguiti, nonché circoscrivere, in quanto possibile, la discrezionalità valutativa, garantendo obiettività di giudizio.

Su tali basi, quindi, sono stati vagliati i metodi da impiegare, selezionando quelli che sono apparsi maggiormente compatibili con le caratteristiche dell'azienda e con l'obiettivo della valutazione stessa.

Tra le opzioni disponibili si distinguono i metodi diretti o di mercato che si basano sui prezzi che il mercato effettivamente esprime in riferimento a quote del capitale dell'azienda da valutare o di aziende comparabili ed i metodi indiretti che, invece, si basano su grandezze proprie dell'azienda da valutare. Tra i metodi indiretti, inoltre, la scelta può ricadere su metodi reddituali o finanziari se la valutazione è incentrata sulle grandezze di flusso, reddituali e finanziari, oppure su metodi patrimoniali, laddove la valutazione sia basata su grandezze di stock, o ancora su metodi misti se la valutazione intende esprimere il valore aziendale in funzione sia del patrimonio che del reddito.

Nella selezione dei metodi da adottare per la valutazione della BPC, anzitutto, non sono stati ritenuti idonei i metodi di mercato, in quanto più adatti per la valutazione di società quotate. Parimenti i metodi patrimoniali non sono stati giudicati appropriati poiché più consoni per aziende con forte patrimonializzazione, ossia dotate di ingenti attività immobilizzate quali ad esempio holding pure e società immobiliari.

Nell'ambito dei metodi indiretti, perciò, l'individuazione del metodo di valutazione si è orientata verso i metodi finanziari, sul presupposto che la partecipazione oggetto di valutazione sia assimilabile a qualsiasi altro investimento finanziario e quindi il suo valore economico dipende dalla distribuzione e dall'entità dei pagamenti all'investitore/socio che l'azienda è in grado di generare.

Relativamente alla configurazione dei flussi finanziari, è stato preferito l'approccio *equity value*, considerato che la soluzione alternativa *enterprise value*, vale a dire di stima del



valore dell'*equity* sottraendo il debito dal valore complessivo degli asset aziendali, sarebbe risultata non conforme alla natura dell'impresa bancaria. Questa, a differenza delle altre imprese, è caratterizzata da passività finanziarie proprie della gestione caratteristica, in quanto ne alimentano il processo produttivo base, rappresentato dall'intermediazione creditizia, ossia dalla raccolta e impiego di denaro. Ne discende la minore rilevanza dei flussi di cassa nella versione FCF (Free Cash Flow to Firm).

I suddetti motivi hanno condotto a scegliere, peraltro in linea con la prassi valutativa prevalente, la logica dell'attualizzazione dei flussi di cassa distribuibili per gli azionisti quale approccio per la valutazione della BPC. Segnatamente si è adottato il *Dividend Discount Model* (DDM) nella sua versione *Excess Capital*, sul presupposto che i dividendi futuri non rispondono meramente a una logica di politica dei dividendi perseguita in passato o target, ma sono vincolati dal mantenimento di livelli di patrimonializzazione tali da rispondere ai requisiti di capitale previsti dalla normativa.

Al pari delle altre banche, infatti, la BPC crea un valore per i soci quale risultato di un'operatività comunque influenzata dalla normativa regolamentare di riferimento. I vincoli posti dalla vigilanza si riflettono sulle sue prospettive economico-finanziarie e occorre tenerne conto in sede di valutazione del capitale economico. A riguardo i profili normativi di maggior rilievo attengono ai requisiti in termini di fondi propri, che condizionano le potenzialità di crescita della banca. Su tali basi, dunque, la versione *Excess Capital* consente di stimare il capitale economico in ragione del capitale in eccesso rispetto a quello regolamentare.

### 3.2. IL DIVIDEND DISCOUNT MODEL – EXCESS CAPITAL.

Si è preferito il criterio del DDM nella variante *Excess Capital* rispetto al DDM puro, il quale attualizza i flussi distribuibili agli azionisti, in quanto si ritiene che tale variante si presti meglio alla valutazione della Banca.

Il *Dividend Discount Model - Excess Capital* stima il valore del capitale economico come somma di:

- il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario per mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- il valore terminale, ossia il valore al termine del periodo di previsione esplicita dei flussi.

$$W_0 = EC_0 + \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

- $W_0$  = valore del capitale economico o *equity value* al momento della valutazione;
- $EC_0$  = *Excess Capital* ossia il surplus/deficit patrimoniale al momento della valutazione stimato sulla base dei requisiti regolamentari;
- $D_t$  = flussi di cassa futuri distribuibili ai soci nell'anno  $t$  dell'intervallo temporale esplicito di proiezione, rispettando il requisito di capitale minimo regolamentare;
- $n$  = numero di anni di previsione esplicita;
- $k_e$  = Tasso di attualizzazione dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti e corrispondente al costo dell'*equity*;
- $TV$  = *Terminal Value*, ossia la grandezza di sintesi che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti e previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale di proiezione esplicita.

Trattandosi di un'analisi *equity side*, il tasso di attualizzazione da utilizzare per il calcolo del valore del capitale economico della Banca è rappresentato dal costo del capitale proprio, che secondo la prassi più consolidata viene calcolato attraverso il CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). In formule:

$$k_e = R_f + \beta \times MRP$$

dove:

- $R_f$  = *risk free rate* ovvero il tasso di rendimento di titoli privi di rischio;
- $\beta$  = misura della volatilità del titolo rispetto al mercato, quale fattore di correlazione tra il rendimento effettivo del titolo ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento;
- $MRP$  = *Market Risk Premium* o misura del rischio sistematico, in quanto premio per il rischio associato al mercato azionario rispetto all'investimento *risk free*.

### 3.3. QUANTIFICAZIONE DEL VALORE DEL CAPITALE ECONOMICO DELLA BANCA.

La procedura di valutazione è stata articolata nelle seguenti fasi:

- Fase 1) - Quantificazione del tasso di attualizzazione;
- Fase 2) - Quantificazione dei flussi distribuibili agli azionisti;
- Fase 3) - Quantificazione del *Terminal Value*;
- Fase 4) - Quantificazione del valore del capitale economico della Banca;

### **Fase 1) - Quantificazione del tasso di attualizzazione**

#### Quantificazione del risk free rate

Il tasso di rendimento *free risk* deve non solo assicurare uguaglianza tra rendimenti reali e attesi ma anche garantire assenza di rischi di default e di reinvestimento. La scelta quindi dovrebbe ricadere su titoli governativi *zero coupon*. Sennonché l'*ongoing concern principle*, alla base delle valutazioni aziendali, porta a considerare un orizzonte temporale infinito. Da qui la prassi diffusa tra gli analisti finanziari di riferire le valutazioni a rendimenti di medio e lungo periodo, rispettando la massima coerenza tra l'orizzonte temporale della stima dei flussi finanziari e la scadenza del titolo *risk free* utilizzato come *proxy*. Considerato ciò nella presente valutazione si è ritenuto, coerentemente con la prassi valutativa, che il rendimento dei titoli di stato decennali sia maggiormente in grado di approssimare il *risk free rate*, anche in ragione del fatto che, rispetto a titoli di ancora più lunga scadenza come i trentennali, può contare su una maggiore liquidità oltre che una minore sensibilità alle variazioni delle aspettative sul trend del tasso di inflazione.

**Quale rendimento dei titoli di stato è stato impiegato l'1,24%, corrispondente al rendimento lordo dei BTP di cui all'asta del 30-31/03/2016, in quanto ultima asta utile, prima dell'inizio del processo valutativo.**

#### Quantificazione del beta

Per la stima del costo del capitale delle imprese non quotate, nella prassi valutativa si ricorre all'utilizzo del beta medio di settore, dato un *panel* di società comparabili.

L'identificazione delle comparabili, quindi, ha richiesto di analizzare le caratteristiche delle banche quotate, indagandone essenzialmente il taglio dimensionale (rappresentato dall'attivo tangibile) e l'affinità gestionale.

Le banche italiane quotate oggetto di analisi sono state le seguenti:



Banche quotate	Principale categoria*	Totale Attivo tangibile
Unicredit	Breve	838.655.000
Intesa Sanpaolo	Breve	639.157.000
Banca Monte dei Paschi di Siena	Breve	183.002.130
Banco Popolare	Pop	121.031.774
Ubi Banca	Pop	120.009.779
Mediobanca	Mob	70.054.613
Banca popolare dell'Emilia Romagna	Pop	60.154.911
Banca popolare di Milano	Pop	48.163.434
Banca Carige	Breve	38.193.412
Banca Popolare di Sondrio	Pop	35.597.275
Credito Emiliano	Breve	34.408.424
Credito Valtellinese	Pop	28.603.156
Banca Fineco	Mob	16.666.877
Banco di Desio e della Brianza	Breve	12.545.286
Banca Generali	Gest	6.050.272
Banca Profilo	Gest	1.904.062
Banca Finnet Euramerica	Gest	1.300.945

\* "Breve": banche con prevalente raccolta a breve; "Gest": banche di gestione titoli e portafogli; "Mob": banche di credito mobiliare e di investimento; "Pop": banche popolari.

Sono state escluse Unicredit, Intesa Sanpaolo, Monte dei Paschi di Siena, Banco Popolare, Ubi Banca e Mediobanca in ragione delle loro dimensioni, Generali, Profilo, Fineco e Finnet per l'attività svolta e, infine, Carige in ordine all'eccessiva volatilità registrata nel periodo di riferimento (il beta per Banca Carige è risultato di 4,9).

Una volta definite le società comparabili, si è proceduto con la determinazione dei relativi beta, in quanto misure della volatilità rispetto al mercato.

Anche a riguardo si è tenuto conto della prassi più diffusa e rappresentata dall'applicazione della regressione dei rendimenti del titolo rispetto a quelli del portafoglio di mercato, basandosi su un orizzonte temporale tra i tre e i cinque anni ed utilizzando dati settimanali o mensili, dato l'assunto che osservazioni giornaliere darebbero luogo a problemi di autocorrelazione dei residui e, quindi, renderebbero inefficiente lo stimatore OLS.<sup>1</sup>

Per la valutazione della BPC, si è preferito fare riferimento ad osservazioni settimanali su un orizzonte temporale di tre anni (1 gennaio 2013 – 31 dicembre 2015), al fine di evitare che

<sup>1</sup> Campbell et Al., in "The Econometrics of Financial Markets" (1997), evidenziano che l'autocorrelazione tende ad essere meno significativa, se non addirittura assente, se si utilizzano dati settimanali o mensili.

la stima del beta venisse influenzata dalla forte volatilità registrata dall'intero settore bancario durante la crisi finanziaria del 2011. Infine come indice di riferimento è stato assunto il FTSE MIB.

Su tali basi sono stati determinati i seguenti valori del beta delle comparabili e il conseguente beta medio di settore.

Banche	Beta
Banca Popolare Emilia Romagna	1,60
Banca Popolare di Milano	1,38
Banca Popolare di Sondrio	1,10
Banco di Desio e Brianza	0,73
Credito Emiliano	0,98
Credito Valtellinese	1,52
<b>Beta medio di settore</b>	<b>1,22</b>

### Quantificazione del MRP

Il *Market Risk Premium* (MRP) è da intendersi come l'extra-rendimento del mercato rispetto al titolo privo di rischio.

Nella letteratura e nella prassi si riscontrano posizioni diverse per la stima del premio al rischio. Così ad esempio mentre per alcuni ricercatori la migliore approssimazione del MRP dovrebbe scaturire da un calcolo basato su un orizzonte temporale di lungo periodo, per altri sarebbero necessari intervalli di tempo più contenuti, considerato che l'avversione al rischio di un investitore si modifica nel corso del tempo. Tuttavia, alla scelta di una serie storica limitata si accompagna una maggiore imprecisione nella stima del premio al rischio.

Attesa, quindi, l'impossibilità di giungere ad una metodologia scevra di elementi di debolezza, nella presente valutazione si è ritenuto opportuno individuare la misura sulla base dei valori maggiormente ricorrenti nella prassi e nella ricerca.

A tal fine si è fatto riferimento all'indagine di Fernandez che, rilevando il premio al rischio utilizzato da accademici, analisti e manager finanziari in 41 paesi, ha individuato per l'Italia un valore del MRP pari al 5,40%<sup>2</sup>.

Quantificazione del costo dell'equity (tasso di attualizzazione)

Dati i valori stimati delle diverse componenti, è stato assunto il 7,83% quale misura del costo del capitale proprio, così come risultante dalla formula del CAPM.

$$k_e = R_f + \beta \times MRP$$

$$k_e = 1,24\% + 1,22 \times 5,40\%$$

$$k_e = 7,83\%$$

**Fase 2) - Quantificazione dei flussi distribuibili agli azionisti**

Ai fini della determinazione del capitale economico di BPC, sono state considerate due distinte componenti di valore di cui: la prima è rappresentata dal valore attuale dei flussi associati al periodo di proiezione esplicita 2016-2018, come da prospetti previsionali elaborati dalla Banca; la seconda è costituita dal valore attuale del *Terminal Value*, a sua volta corrispondente, come detto, al valore attuale dei flussi previsti per il periodo successivo a quello di pianificazione esplicita.

Per entrambe le componenti, i flussi di cassa distribuibili ai soci sono stati opportunamente corretti in ragione, come detto, degli effetti prodotti dal surplus iniziale del capitale regolamentare. Infatti, l'ipotesi implicita di una potenziale restituzione agli azionisti di tale surplus ha effetti negativi sul flusso di cassa stimato, dovendosi prevedere la sostituzione di capitale con debito a parità di prospettive di crescita delle RWA e, quindi, una contrazione del margine di interesse. In particolare per il periodo di pianificazione esplicita i flussi sono stati quantificati sulla base degli utili emergenti dai dati previsionali 2016-2018 della Banca e opportunamente corretti per tener conto degli effetti prodotti dall'ipotesi di distribuzione dell'*Excess Capital*.

Perciò, l'applicazione del DDM - *Excess Capital* ha comportato anzitutto la determinazione dell'*Excess Capital* al momento della valutazione ovvero dell'ammontare di risorse patrimoniali che, in quanto assimilabili all'*equity*, formano una vera e propria riserva di

<sup>2</sup>Pablo Fernandez, Alberto Ortiz & Isabel F. Acin, "Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2015: a survey", (2015). IESE Business School.

valore che la Banca può potenzialmente distribuire ai soci. Detta componente di valore, essendo immediatamente disponibile, non deve essere attualizzata.

I limiti patrimoniali da cui discende la determinazione della condizione di surplus/deficit sono espressi da:

- il coefficiente di capitale primario di classe 1 (*CET 1 ratio*);
- il coefficiente di capitale di classe 1 (*Tier 1 ratio*);
- il coefficiente di capitale totale (*Total Capital ratio*);
- il coefficiente di leva finanziaria (*Leverage ratio*).

Per il calcolo dei *ratio* sono state considerate le *Risk Weighted Assets (RWA)*, così come specificato nell'ICAAP 2015 della Banca e nelle rideterminazioni fornite dal management per il triennio 2016-2018.

Quali limiti regolamentari, sono stati assunti i seguenti valori fissati dalla Banca d'Italia nell'ultimo SREP.

Indicatore	Requisito minimo	Requisito aggiuntivo a esito dello SREP	Requisito totale	Risk profile al 31/12/2015
CET 1 ratio	4,50%	2,70%	7,20%	18,89%
Total Capital ratio	8,00%	4,80%	12,80%	19,16%
Leverage	3,00%	-	3,00%	5,59%

Fonte: SREP e ICAAP 2015.

I coefficienti patrimoniali della Banca al 31/12/2015, come evidenziato dal *Risk profile*, risultano ampiamente al di sopra non solo dei requisiti minimi ma anche dei requisiti aggiuntivi individuati dalla Banca d'Italia. Applicando alle RWA di Euro 569,7 milioni, il valore di 6,36%, pari alla differenza tra il *Total capital ratio* effettivo della Banca di 19,16% ed il corrispondente limite del 12,80% specificato nello SREP, ne discende un **Excess Capital** rispetto ai **Fondi propri di Euro 36,2 milioni**.

Dopo aver quantificato gli utili rettificati per il periodo di pianificazione esplicita, la stessa impostazione metodologica, di confronto tra fondi propri prospettici della Banca e dotazione patrimoniale richiesta dallo SREP, ha condotto alla determinazione dei flussi distribuibili agli azionisti nel triennio 2016-2018.

Indicatore	2015	2016	2017	2018
Utili rettificati	8,5	7,7	8,9	10,3
Flussi distribuibili	36,2	11,7	7,2	7,4

Valori in milioni di euro.

Con riferimento agli utili rettificati, si osserva che l'ipotesi di distribuzione del patrimonio in eccesso e la conseguente riduzione del capitale proprio comportano una modifica della struttura finanziaria, dovuta alla sostituzione dell'*equity* distribuito con capitale di debito e fermo restando il requisito del 3% di *Leverage*. Ciò implica un effetto sul conto economico della Banca, in ragione dei relativi interessi passivi calcolati al saggio interbancario.

### Fase 3) - Quantificazione del Terminal Value

Il *Terminal Value* della Banca è stato così quantificato:

$$VF = \frac{D_{TV}}{k_e - g}$$

Il dividendo distribuibile in perpetuità ( $D_{TV}$ ) è stato calcolato assumendo come riferimento l'utile rettificato dell'ultimo anno di previsione esplicita, incrementato del tasso di crescita di lungo termine ( $g$ ). Il flusso così ottenuto è stato ridotto della quota di utile funzionale a mantenere nel lungo termine il *Totale capital ratio* pari al 12,8%.

Per il tasso di crescita, considerato che la valutazione è effettuata in ottica prospettica, si è optato per l'utilizzo del tasso di inflazione piuttosto che l'estrapolazione dalla serie storica aziendale. Di conseguenza il **valore di  $g$  viene stimato pari a 1,24%**, date le previsioni sul tasso di inflazione per l'anno 2019 dell'Italia, contenute nel Bollettino del Fondo Monetario Internazionale *World Economic Outlook* - Ottobre 2015..

Ne discende un ***Terminale Value* di Euro 144,7 milioni.**

**Fase 4) - Quantificazione del valore del capitale economico della Banca**

Sulla base di quanto su determinato, il **valore stimato per il 100% del capitale economico della Banca Popolare del Cassinate S.c.p.A. alla data del 31 dicembre 2015 risulta pari a Euro 174.579.483**. Tale valore, in considerazione del fatto che alla data della stima risultano in circolazione n. 11.601.036 azioni, corrisponde ad un valore economico unitario di Euro 15,05 a fronte di un valore nominale unitario di Euro 5,00.

Parametro	2015	2016	2017	2018	TV
Utili rettificati	8,5	7,7	8,9	10,3	
Flusso di cassa distribuibile	36,2	11,7	7,2	7,4	144,7
Fattori di attualizzazione	1,00	0,93	0,86	0,80	0,80
k <sub>e</sub>	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%
Flussi di cassa attualizzati	36,2	10,8	6,2	5,9	115,4
<b>Valore del capitale economico</b>			<b>174,5</b>		

#### 4. CONTROLLO DEL RISULTATO DELLA VALUTAZIONE.

Al fine di testare la validità dei risultati ottenuti è stato utilizzato, quale metodo di controllo, il metodo dei multipli di transazioni comparabili, anziché i multipli di mercato che, basandosi su prezzi espressi dal mercato, risentono anche di variabili non tipicamente aziendali.

Più specificamente, considerato che il metodo delle transazioni comparabili apprezza il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi, la sua applicazione ha comportato, quindi, l'individuazione di banche già interessate da procedimenti volti alla stima del 100% del capitale economico nonché il calcolo del *price/book value* quale multiplo appositamente scelto per il controllo.

Dall'analisi emerge un *range* di oscillazione del *price/book value* pari a 1,13-1,61 con un valore medio di 1,39. Nel contempo il *price book/value* della BPC risulta di 1,32, stanti Euro 15,05 di valore del capitale economico per azione ed Euro 11,42 del patrimonio netto per azione.

Società comparabili	P/BV
CR Civitavecchia	1,38x
CR Rieti	1,27x
Banca di Trento e Bolzano	1,34x
Banca Monte Parma	1,53x
Banca di Cividale	1,61x
CR Ascoli Piceno	1,26x
CR Terni	1,41x
CR Foligno	1,55x
CR Spoleto	1,41x
CR Castello	1,13x
Min	1,13x
Media	1,39x
Max	1,61x
Banca Popolare del Cassinate	1,32x

Alla luce di ciò si è giunti alla conclusione che il valore di Euro 15,05 per azione risulta in linea con le altre stime volte all'espressione del valore del capitale economico di società comparabili.



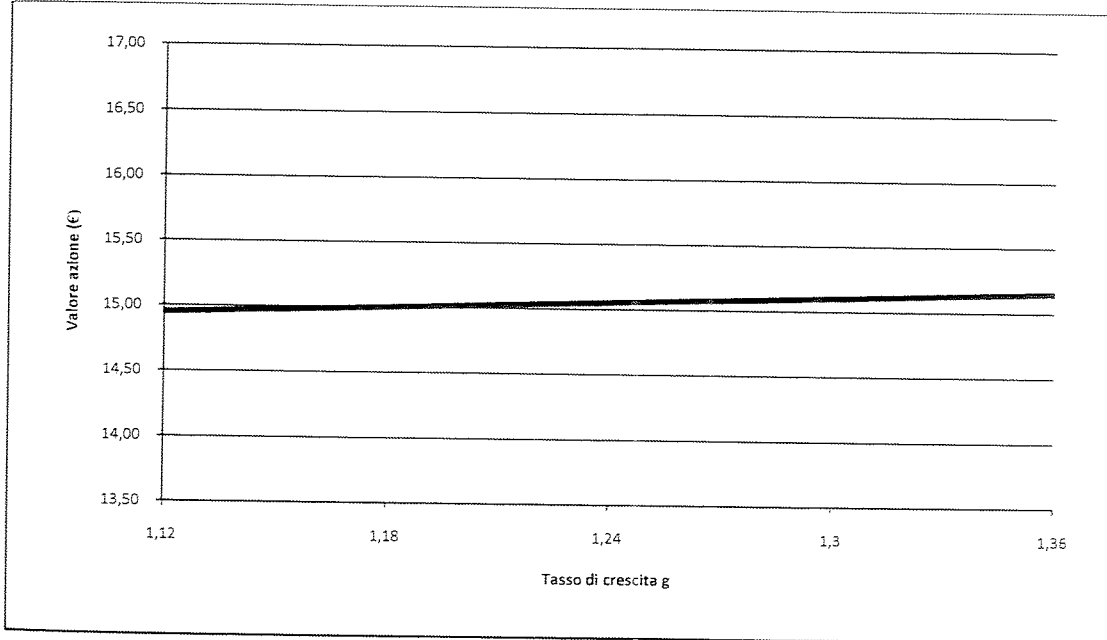


### 5. SENSITIVITÀ DEL VALORE.

Al fine di valutare l'impatto di eventuali variazioni delle assunzioni poste a base della valutazione, è stata effettuata l'analisi di sensitività procedendo prima con la stima dell'effetto prodotto dalla singole variabili (beta, MRP e  $g$ ), e successivamente con l'analisi dell'effetto combinato del costo del capitale  $k_e$  e del tasso di crescita  $g$ .

I risultati ottenuti sono di seguito riportati, assumendo un intervallo di variazione di  $\pm 10\%$  delle singole variabili.

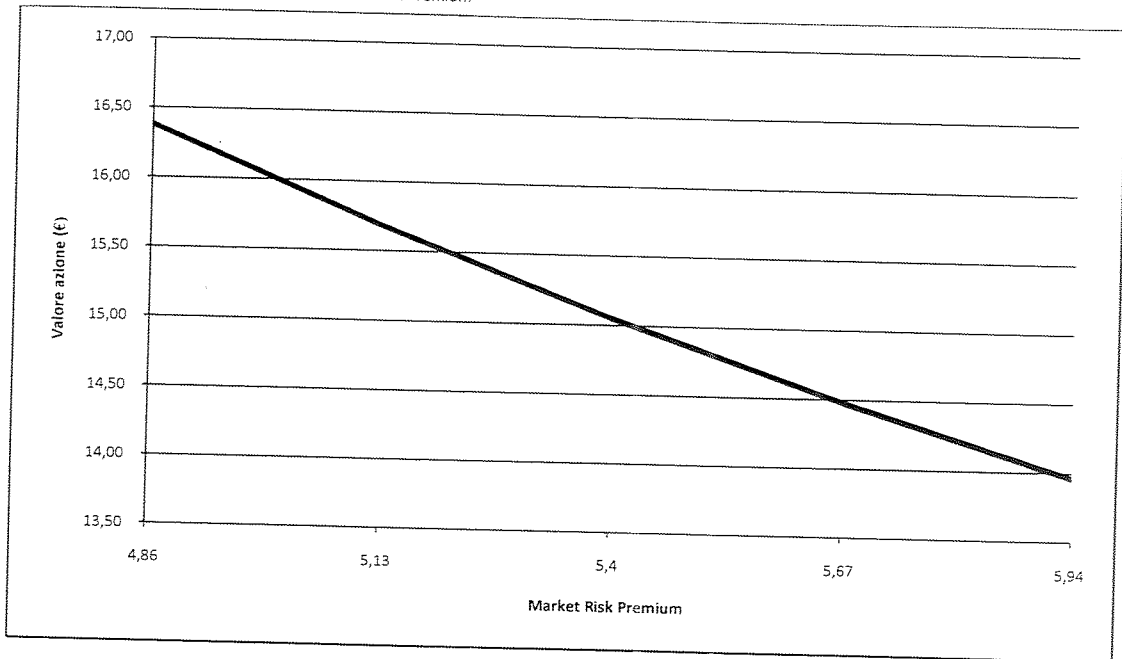
Sensitività del valore per azione rispetto a  $g$



Sensitività del valore per azione rispetto a  $g$

Tasso di crescita $g$	Valore per azione (€)
1,12	14,95
1,18	15,00
1,24	15,05
1,30	15,10
1,36	15,15

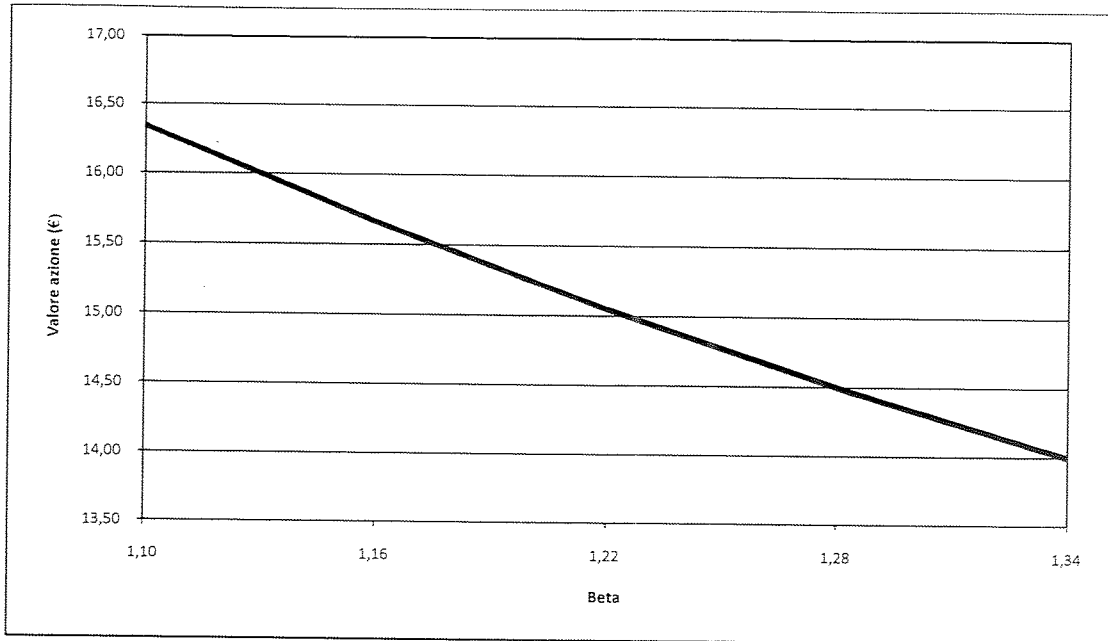
Sensitività del valore per azione rispetto al Market Risk Premium



Sensitività del valore per azione rispetto al Market Risk Premium

MRP	Valore per azione (€)
4,86	16,38
5,13	15,68
5,40	15,05
5,67	14,48
5,94	13,96

Sensitività del valore per azione rispetto al Beta



Sensitività del valore per azione rispetto al beta

Beta	Valore per azione (€)
1,10	16,36
1,16	15,67
1,22	15,05
1,28	14,49
1,34	13,98

Sensibilità del valore per azione rispetto alle variazioni combinate del costo del capitale e di  $g$

		Tasso di crescita di lungo periodo $g$				
		1,12	1,18	1,24	1,30	1,36
Costo dell'equity ( $k_e$ )	7,05	16,51	16,58	16,65	16,73	16,80
	7,44	16,68	15,74	15,80	15,86	15,92
	7,83	14,95	15,00	15,05	15,10	15,15
	8,22	14,29	14,33	14,38	14,42	14,46
	8,61	13,71	13,74	13,78	13,81	13,85

La sensibilità associata al beta, al *Market Risk Premium* e quindi al costo dell'equity  $k_e$  risulta chiaramente più marcata di quella legata al tasso di crescita  $g$ .

6. CONCLUSIONI.

Sulla base delle considerazioni precedentemente esposte, della metodologia di valutazione impiegata nell'analisi e delle ipotesi poste alla base della stessa, il sottoscritto in esecuzione dell'incarico conferitogli dalla Banca in data 9 aprile 2016, stima il valore del 100% del capitale economico della Banca Popolare del Cassinate alla data del 31/12/2015 in Euro **174.579.483** corrispondenti ad un valore di Euro 15,05 per azione, dato un totale di 11.601.036 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 5,00 ciascuna.

Cassino, 30 maggio 2016

*Carmelo Intrisano*



Dr. ROBERTO LABATE  
NOTAIO  
Via V. Veneto 11/A  
03039 - Sora (FR)  
Tel. 0776.832173  
0776.833701

## VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI GIURAMENTO DI PERIZIA

L'anno duemilasedici, il giorno trenta del mese di maggio

**(30 maggio 2016)**

In Sora, nel mio studio alla via Vittorio veneto n. 11.

Avanti a me Dott. Roberto LABATE Notaio in Sora, iscritto nel Ruolo del Distretto Notarile di Cassino, è comparso il Signor:

- INTRISANO Prof. Carmelo nato a Frosinone (FR) il 30 dicembre 1960 residente a Ceprano alla Via Vignola n.21, iscritto nel Registro dei Revisori Legali al n.ro 30481;

della cui identità personale io Notaio sono certo che nella sua qualità di perito, chiede di asseverare, con giuramento, l'allegata perizia.

Il sottoscritto, previa le ammonizioni di Legge, deferisce al perito il giuramento di rito che egli presta pronunciando la formula: "GIURO DI AVER BENE E FEDELMENTE ADEMPIUTO LE OPERAZIONI AFFIDATEMI AL SOLO SCOPO DI FAR CONOSCERE LA VERITA'".

Letto, confermato e sottoscritto.

