

Relazione della funzione Risk Management sulla
*“Metodologia per la determinazione del valore di rimborso delle
azioni della Banca Popolare di Lajatico”*

FUNZIONE RISK MANAGEMENT

Lajatico, 10 aprile 2025

Al Presidente del CdA
Al Presidente del Collegio Sindacale
Al Direttore Generale
Al Responsabile Internal Auditing
Al Responsabile funzione Compliance
Al ODV

La presente relazione fornisce una valutazione della scrivente in merito alla metodologia di calcolo per la determinazione del valore di rimborso (*prezzo teorico di trasferimento*) delle azioni della Banca Popolare di Lajatico, negoziate sul segmento *Equity Auction* del sistema multilaterale di negoziazione Vorvel.

Nel processo relativo alla determinazione del Prezzo teorico di riferimento delineato nel documento "*Policy per la procedura di determinazione del valore delle azioni ai sensi dell'art. 6 dello Statuto Sociale*" è previsto che la Funzione Risk Management fornisca una relazione in merito alla metodologia utilizzata.

La valutazione è stata affidata, come definito dalla richiamata *policy*, ad un esperto in materia di valutazione d'azienda appositamente nominato e dotato di idonei requisiti di indipendenza per determinare un intervallo di valori attribuibili al *Prezzo teorico di riferimento*. Ciò al fine di permettere al Consiglio di Amministrazione della Banca di addivenire alla formulazione della proposta di delibera da sottoporre all'annuale Assemblea ordinaria dei Soci, per la determinazione del valore di rimborso delle azioni di propria emissione ai sensi dell'art. 6 dello Statuto Sociale. Per la valutazione in analisi il CdA ha confermato l'incarico quale *esperto* alla società Archè S.r.l..

Per la determinazione del valore della quota societaria - ai sensi del ridetto art. 6 dello Statuto Sociale e delle indicazioni contenute nella policy aziendale - è stato utilizzato, - secondo la prassi più consolidata, per le valutazioni d'azienda della specie - il metodo del *Dividend Discount Model* (DDM) nella variante dell'*Excess Capital*.

Tale metodologia conduce a determinare il valore della Banca sulla base dei flussi di cassa prospettici potenzialmente distribuibili agli azionisti. Nello specifico i flussi finanziari futuri sono identificabili come i flussi potenzialmente distribuibili dopo aver soddisfatto i livelli di patrimonializzazione imposti dall'Autorità di Vigilanza per il presidio del rischio delle attività svolte (senza pregiudicare dunque i predefiniti livelli di patrimonio, quantificati sulla base del *capital ratio* obiettivo).

Il valore determinato con il metodo DDM si compone di due elementi principali:

- l'ammontare, attualizzato in base al costo del capitale, dei dividendi potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale analitico considerato, nel rispetto dei limiti di patrimonializzazione previsti;
- il valore finale (*Terminal Value* - TV) che esprime il valore della Banca alla fine del periodo di stima analitico.

Il metodo di stima può essere sintetizzato con la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1 + Ke)^t} + \frac{TV}{(1 + Ke)^n}$$

Dove:

- W = valore d'azienda;
- Dt = dividendo distribuibile nell'anno t ;
- n = numero di anni lungo i quali si sviluppa per la stima analitica dei flussi di dividendo;

- K_e = tasso attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio;
- TV = Terminal value al termine del periodo di stima analitica.

Il TV viene stimato in base al dividendo ritenuto stabilmente distribuibile in un orizzonte di medio-lungo termine (D_{LT}), attualizzato in rendita perpetua al costo del capitale proprio (K_e), quest'ultimo diminuito di un eventuale tasso di crescita di lungo termine (g). In formula:

$$TV = \frac{D_{LT}}{(K_e - g)}$$

Dove:

- D_{LT} = dividendo distribuibile in perpetuity;
- K_e = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale proprio;
- g = tasso di crescita atteso nel medio-lungo termine oltre periodo di pianificazione analitica.

La valutazione della società Archè S.r.l., sulla base dei dati consuntivi 2024 e delle proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2025-2027, è stata effettuata considerando:

- Tasso di attualizzazione (K_e): 14,15%, corrispondente al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto per investimenti con profilo di rischio analogo a quello della Banca, stimato, in ottemperanza a quanto previsto dalla *policy*, attraverso il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) con l'aggiunta di un premio per il rischio specifico.
- Tasso di crescita (g): pari per prassi al 2,0%, utilizzando una stima legata ad un arco temporale di lungo termine;
- *TIER 1 % target* è stato assunto pari al 11,50%, pari alla somma del requisito del 6,00%, della riserva di conservazione del 2,50%, del requisito aggiuntivo determinato a esito dello SREP, pari allo 1,10%, della componente target (*Pillar 2 Guidance, P2G*), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari a 1,00% e del requisito per il rischio sistemico (SYRB) pari allo 0,90%¹;
- *TCR % target* è stato assunto pari al 13,90%, pari alla somma del requisito del 8,00%, della riserva di conservazione del 2,50%, del requisito aggiuntivo determinato a esito dello SREP, pari allo 1,50%, della componente target (*Pillar 2 Guidance, P2G*), a fronte di una maggiore esposizione al rischio in condizioni di stress, pari a 1,00% e del requisito per il rischio sistemico (SYRB) pari allo 0,90%².

È stata svolta un'analisi di sensibilità al fine di verificare la variazione dei valori ottenuti rispetto ai parametri di mercato utilizzati ed in particolare rispetto alla variazione del tasso di attualizzazione K_e e al requisito patrimoniale, *TIER 1 target ratio*. Nel dettaglio, è stata considerata una variazione di ± 50 bps dei parametri utilizzati. Il *range* di valori riveniente da tale analisi è risultato compreso tra 42,50 e 45,80 euro per azione.

Archè Srl al fine di fornire un quadro informativo completo ha inoltre considerato altri metodi valutativi in grado di fornire riferimenti qualitativi di confronto con le risultanze del DDM. In particolare, sono stati selezionati il *metodo dei Multipli di Borsa* ed il *metodo dei Multipli di mercato Vorrel*.

La valutazione secondo il metodo dei Multipli di Borsa è stata effettuata selezionando un campione di entità bancarie quotate sulla base di alcuni *driver* coerenti con quelli

¹ Il livello della Syrb richiesto dalla normativa è pari all'1% delle esposizioni ponderate per il rischio di credito e di controparte verso i residenti in Italia. I livelli al 31.12.2024 esprimevano un valore pari al 0,43% (phase in 0,50%), ovvero 0,86% fully phased. In considerazione del piano di sviluppo è stato considerato un livello di Syrb prudenziale dello 0,90% sulle RWA Totali.

² Cfr. nota 1

della Banca. Ne è emerso un valore compreso tra 35,40 e 43,20 euro per azione; tale metodo fornisce un contributo informativo a supporto delle considerazioni del Consiglio di Amministrazione nella definizione del valore per azione anche se il campione risulta formato da banche non perfettamente comparabile con BPLaj per struttura societaria, radicamento territoriale e dimensione patrimoniale³.

Il metodo dei multipli impliciti nei prezzi delle azioni scambiate sul mercato Vorvel, ha avuto quale risultato un *range* di valori per l'azione BPLaj, convergente ad euro 26,00 e 27,20 euro per azione. Il campione considerato ha riguardato l'insieme delle società quotate sul mercato Vorvel; restringendo il campione alle sole Banche Popolari con azioni scambiate sul mercato Vorvel, il metodo dei multipli ha fornito un valore delle azioni compreso tra 21,80 e 22,50 euro. Il mercato in analisi, nonostante rappresenti un mercato con un proprio regolamento, aperto a diversi, ma selezionati operatori, presenta limiti dimensionali tali per cui i bassi volumi di scambi potrebbero esprimere quotazioni che non riflettono adeguatamente il reale valore delle azioni negoziate.

È opportuno ricordare che la richiamata *policy*, prevede che il Prezzo di Riferimento debba essere definito sulla base dell'applicazione del DDM, attribuendo agli altri metodi una mera valenza informativa, anche tenuto conto dell'attuale contesto macroeconomico. I valori di mercato sono infatti influenzati da fenomeni speculativi e da logiche finanziarie di breve termine che portano a valutazioni spesso divergenti rispetto a quelle sviluppate in una logica di investimento strategico di più lungo periodo; elemento, quest'ultimo che, al contrario, viene meglio apprezzato dallo sviluppo del DDM in quanto basato su previsioni economico-patrimoniali sviluppate dal *management* interno, tenuto conto delle azioni strategiche di più lungo periodo.

Fatte salve le limitazioni in precedenza evidenziate, se opportunamente analizzati e contestualizzati, i risultati ottenuti con i metodi dei multipli forniscono comunque un quadro informativo completo ed offrono un termine di utile confronto.

La metodologia per la determinazione dell'intervallo dei valori attribuibili al Prezzo teorico di riferimento utilizzata dall'esperto incaricato Archè S.r.l., tiene in debito conto le previsioni legislative e statutarie, la consistenza patrimoniale, le prospettive reddituali della Banca e il contesto di mercato su cui tuttavia grava un grado di incertezza maggiore rispetto al passato e a quanto rilevabile in condizioni normali: si pensi ad esempio all'attuale contesto macroeconomico e geopolitico.

L'esperto in materia di valutazione d'azienda, utilizzando la metodologia prevista nella *policy*, determina un intervallo di valori attribuibili al "Prezzo teorico di riferimento" permettendo al Consiglio di Amministrazione della Banca di addivenire alla formulazione della proposta di delibera da sottoporre all'Assemblea ordinaria dei Soci.

La formula matematica per la determinazione del valore di rimborso delle Azioni prevede che il valore di rimborso sia pari a:

$$VR = \text{Max} [\text{Media} (PR; PM_{EA \text{ Vorvel } 6 \text{ mesi}}); VN]$$

Dove:

- *VR*: rappresenta il valore di rimborso da utilizzare nei casi di scioglimento del rapporto sociale che si verifichino nel corso dell'esercizio, ai sensi dell'art. 6, comma 2, dello Statuto;
- *PR*: è il "prezzo di riferimento" determinato dall'Assemblea Ordinaria dei Soci, su proposta del Consiglio di Amministrazione, in applicazione del *Dividend Discount Model* (DDM) – nella variante dell'*Excess Capital*;
- *PM_{EA Vorvel 6 mesi}*: costituisce la media dei prezzi d'asta, ponderati per i volumi, registrati nei 6 mesi precedenti la conclusione dell'ultimo Periodo intermedio di

³ Il campione comprende banche italiane con connotazione regionale o multiregionale da cui sono state escluse entità di più grandi dimensioni quali Intesa Sanpaolo e Unicredit.

osservazione per i Gate 1 e Gate 2 o dell'ultimo Periodo di osservazione per il Gate 3 (come definito dagli artt. 3 e 14 del vigente Regolamento del mercato Vorvel Equity Auction).

- VN: è il valore nominale delle Azioni, pari a € 2,58, ai sensi dell'art. 5 dello Statuto.

Il criterio di calcolo di $PM_{EA \text{ Vorvel } 6 \text{ mesi}}$ si ispira a quanto prescritto dall'art. 2437-ter, comma 3, cod. civ. con riferimento alla determinazione del valore di recesso per i casi di società quotate in mercati regolamentati. È stato, tuttavia, preferito il calcolo di una media ponderata in luogo della media aritmetica prescritta dalla menzionata norma. VR potrà essere uguale a VN solo nel caso in cui Media (PR; $PM_{EA \text{ Vorvel } 6 \text{ mesi}}$) sia inferiore a VN come conseguenza esclusiva dell'andamento di $PM_{EA \text{ Vorvel } 6 \text{ mesi}}$. Il calcolo del valore di rimborso ha luogo con frequenza bimestrale alla scadenza di ciascun Periodo intermedio di osservazione.

Le stime prospettiche fornite dall'Organo di Supervisione Strategica della Banca si basano su ipotesi e criteri valutativi comuni nella prassi, anche se occorre ricordare che alcune assunzioni sono per loro natura aleatorie ed incerte in quanto influenzate da fattori esogeni e non del tutto preventivabili.

In conclusione, per quanto di competenza, possiamo evidenziare:

- la competenza ed esperienza nonché l'indipendenza dell'*advisor* nominato dal CdA per la valutazione aziendale con il metodo del DDM;
- la conferma da più parti che la metodologia adottata, ovvero quella del DDM con la variante dell'*Excess Capital* rappresenta quella di riferimento per la valutazione delle aziende della specie;
- che la metodologia utilizzata garantisce nel tempo continuità valutativa;
- l'adozione di una metodologia di determinazione del valore di rimborso non limitata ad importo fisso, ma piuttosto una formula matematica che (in funzione dei prezzi di mercato tempo per tempo rilevati) consente di determinare, in modo puntuale ed univoco, un valore di rimborso mobile nel corso dell'esercizio (e, in quanto tale, idoneo a tener conto dell'andamento nel tempo dei prezzi espressi dalla sede di negoziazione – Mercato Vorvel) e quindi la convergenza del valore.

Banca Popolare di Lajatico S.c.p.a.
Funzione Risk Management

