

Al Consiglio di Amministrazione
Al Collegio Sindacale
Al Direttore Generale

Metodologia per la determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni BPP: valutazioni del risk manager

Secondo quanto stabilito dall'art. 6 dello Statuto Sociale, il Consiglio di Amministrazione della Banca, sentito il parere del Collegio Sindacale, propone annualmente all'Assemblea dei Soci, in sede di approvazione del bilancio, *"l'importo che deve essere versato in aggiunta al valore nominale per la sottoscrizione di ogni nuova azione"*. Lo stesso sovrapprezzo è applicato al valore nominale dell'azione per determinarne il valore di liquidazione in caso di recesso o di scioglimento anticipato del rapporto sociale.

Con lettera del 14/4/2020, la Banca d'Italia ha richiesto alla Banca la trasmissione dei seguenti documenti:

- a) la metodologia utilizzata per la determinazione del valore di sottoscrizione/liquidazione delle azioni, corredata di eventuali pareri resi da periti indipendenti;
- b) le valutazioni del *risk manager* nonché della società incaricata della revisione legale dei conti in merito a tale metodologia (in nota, si precisa che tali valutazioni andranno condotte mediante anche attività di back-testing e analisi degli eventuali scostamenti dei dati a consuntivo rispetto a quelli ipotizzati nei piani industriali);
- c) il valore di sottoscrizione/liquidazione dell'azione portato all'approvazione dell'assemblea ordinaria dei soci.

Questa relazione è stata redatta in risposta a quanto previsto al punto b) per la parte relativa al risk manager.

1. Metodologia

La metodologia di calcolo del valore di sottoscrizione/liquidazione dell'azione è stata sviluppata in aderenza a quanto previsto dall'art. 2347 ter del Codice Civile che indirizza a tenere *conto "della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni."*

Il procedimento illustrato nella Policy¹ porta a calcolare il prezzo dell'azione BPP come media

¹ Policy in materia di determinazione del valore di emissione e di rimborso delle Azioni emesse da BPP.

aritmetica di due grandezze:

- il *prezzo da modello*, calcolato attraverso un metodo “misto” patrimoniale-reddituale;
- il *prezzo di mercato*, calcolato come media dei prezzi rilevati sul mercato Hi-MTF nei sei mesi antecedenti il mese in cui viene effettuata la pubblicazione dell’avviso di convocazione dell’Assemblea.

1.1. Prezzo da modello (metodo “misto”)

Il prezzo da modello è ottenuto come somma algebrica di due componenti:

- la componente patrimoniale,
- la correzione per le prospettive di reddito stimate in ottica multi-scenario (scenari: *base* e *avverso*).

Componente patrimoniale

La base patrimoniale (Equity, *E*) è calcolata come differenza tra i valori correnti delle attività e delle passività. Per il 2019, questa componente fa riferimento diretto al patrimonio netto contabile a fine esercizio, risultato pari a **327,04 mln** di euro.

La scelta di non operare rettifiche ai valori contabili delle attività e delle passività trova, quali principali giustificazioni, la natura prevalentemente finanziaria dell’attivo e del passivo della Banca e il fatto che larga parte dell’attivo sia valutata al fair value o al costo ammortizzato.

In questa logica, la componente patrimoniale del prezzo del titolo BPP corrisponde al *book value* per azione. A fine 2019, tale componente è risultata pari a:

$$bookValue_perAzione = \frac{327.039.839}{60.124.734} = 5,44.$$

Correzione per le prospettive di reddito

La componente reddituale è resa sensibile alla differenza tra il rendimento atteso dell’equity su un orizzonte di 5 anni (Expected Return on Equity, *RoE*) e il rendimento medio degli investimenti azionari di pari rischio (Cost of Equity, *CoE*).

Seguendo il dettato della policy, si ricava che il *RoE* atteso è calcolato come rapporto tra la media del reddito netto previsto dal Piano Strategico per gli anni 2020-2021-2022 (13,82 mln) e il patrimonio *E*.

A fine 2019, l’Expected *RoE* è risultato pari a:

$$Expected[RoE] = \frac{13,82}{327,04} = 4,23\%$$

Questo valore identifica lo scenario *base*. Per definire lo scenario *avverso*, la policy ipotizza un *execution risk* del 2,5% che abbatterebbe il *RoE* atteso a 1,73%.

Il *Cost of Equity* è calcolato attraverso la classica equazione del Capital Asset Pricing Model che somma il tasso risk-free di lungo termine e il *premio per il rischio*. Quest'ultimo è ottenuto ponderando il *premio per il rischio di mercato* (Equity Market Premium) per il coefficiente *Beta* di un paniere di banche italiane quotate.

Dal momento che il parametro risk-free utilizzato dal modello interno è calcolato come media dei rendimenti netti pagati dai BTP con scadenze tra 10 e 15 anni, questo tasso è considerato comprensivo di un premio per il "*rischio paese*" (approssimato dallo spread sui titoli governativi italiani). Per tale ragione, l'Equity Market Premium (*EMR'*) utilizzato nell'equazione è al netto del "*rischio paese*".

$$CoE = r_{riskFree} + \beta \cdot EMR'$$

A fine 2019, il *Cost of Equity* è risultato pari a 10,75%².

Sulla base di questi elementi, il correttivo reddituale nello scenario *base* è calcolato come segue:

$$R_{base} = \sum_{t=1}^5 \frac{K \cdot (E[RoE] - CoE)}{(1 + CoE)^t} \Rightarrow \sum_{t=1}^5 \frac{327,04 \times (4,23\% - 10,75\%)}{(1 + 10,75\%)^t} = -1,32.$$

Nello scenario *avverso*, si avrebbe, invece:

$$R_{avverso} = \sum_{t=1}^5 \frac{327,04 \cdot (4,23\% - 2,5\% - 10,75\%)}{(1 + 10,75\%)^t} = -1,82$$

La media tra i due valori di *R*, pari a -1,57, identifica il correttivo reddituale da utilizzare per il calcolo del prezzo da modello.

Calcolo del prezzo da modello

Nella logica del metodo misto, il prezzo da modello è stato calcolato sommando la componente patrimoniale e quella reddituale:

$$P_{modello} = 5,44 - 1,57 = 3,87.$$

1.2. Prezzo di mercato

Dal 30/06/2017, le azioni BPP sono quotate sul segmento "order-driven azionario" del sistema multilaterale di scambio Hi-MTF su cui, a inizio 2020, risultavano quotate altre 21 banche. Per tutti i titoli, si osservano scambi rarefatti e netta prevalenza dei volumi in vendita.

² Il valore è ottenuto considerando: un tasso medio netto dei BTP pari 0,88%, un Equity Market Premium aggiustato per il rischio paese del 7%, un Beta pari a 1,41. La policy in corso di delibera stabilisce che, in prospettiva, le variabili che alimentano l'equazione del CAPM saranno rilevate e comunicate dal risk manager.

In poco meno di 3 anni, sul titolo BPP si sono registrati 12,6 contratti per mese che hanno portato a scambiare complessivamente 710.609 azioni, pari a circa l'1,18% delle azioni in circolazione. Nel semestre di osservazione previsto dalla policy, il prezzo di mercato è risultato pari a **1,50 euro**.

1.3. Prezzo medio e multipli

In accordo con quanto previsto dalla policy, il prezzo di sottoscrizione/liquidazione dell'azione BPP è calcolato come media tra il prezzo da modello (3,87 euro) e il prezzo di mercato (1,50 euro). Dal momento che il risultato di 2,68 euro risulta inferiore al valore nominale del titolo (3,00 euro), il sovrapprezzo sul valore nominale è pari a zero.

Una prima indagine sulle principali determinanti del valore del titolo BPP, in relazione all'attuale contesto di mercato e con specifico riferimento al settore bancario, può essere supportata dall'analisi dei multipli. In particolare, può risultare utile calcolare i seguenti indici:

- *Price/BookValue (P/BV)*, ottenuto come rapporto tra il prezzo corrente dell'azione e il patrimonio netto per azione;
- *RoE corrente*, cioè l'utile netto 2019 diviso il patrimonio netto;
- *Price/Earning (P/E)*, dato dal rapporto tra il prezzo corrente dell'azione e l'utile atteso per azione.

La tabella seguente espone i tre indici calcolati per la Banca facendo riferimento alle diverse nozioni di prezzo, e riporta gli stessi indicatori per un paniere di banche quotate.

Riferimento	P/BV	RoE	P/E
 Prezzo da modello	0,71	2,53%	16,82
Prezzo di mercato	0,28	2,53%	6,53
Prezzo medio	0,49	2,53%	11,67

Altre banche

Banco BPM	0,3	5,90%	7,0
Bper	0,5	5,40%	11,9
Intesa San Paolo	0,8	8,00%	10,0
Mediobanca	0,9	8,70%	10,4
UBI	0,4	3,10%	11,0
Unicredit	0,5	7,50%	7,5
Banca Popolare di Sondrio	n.d.	4,40%	5,7
MPS	0,2	2,10%	9,6
Credito Emiliano	0,6	7,00%	8,8
Credito Valtellinese	0,3	3,80%	9,8
MEDIA	0,5	5,72%	9,6

Fonte: <https://marketinsight.it/2019/12/19/banche-i-multipli-del-settore-24/>.

2.Valutazioni conclusive

L'esame della metodologia di calcolo del valore dell'azione BPP (funzionale alla determinazione del sovrapprezzo di sottoscrizione/liquidazione del titolo) ci porta a osservare che il modello considera tutte le determinanti di valore di un titolo azionario in condizioni di normale corso degli affari dell'impresa, vale a dire: la consistenza patrimoniale, le prospettive di reddito, il valore di mercato. Il confronto tra i multipli che si formano in corrispondenza delle diverse nozioni di prezzo dell'azione BPP e i multipli di mercato di un campione di banche quotate in borsa³ consente di osservare che:

- Il solo riferimento al prezzo da modello (3,87 euro) implicherebbe livelli del P/BV e del P/E relativamente elevati, propri di imprese che prospettano una crescita del *RoE* largamente superiore alla media della media settore;
- Il solo riferimento al prezzo di mercato (1,50 euro) implicherebbe valori particolarmente bassi di entrambi gli indici.

Queste evidenze inducono a ritenere che il bilanciamento al 50%, della componente patrimoniale-reddituale e del prezzo tratto dal mercato Hi-MTF, sia appropriato in quanto sposta i multipli di prezzo ottenuti secondo la metodologia prevista dalla policy interna verso i valori medi del mercato.

Riguardo, invece, alle aspettative di reddito formulate nel piano industriale⁴, riteniamo che l'assoluta novità del contesto determinato dall'emergenza sanitaria in atto non consenta di valutarne la plausibilità in chiave retrospettiva e orienti piuttosto a ragionare su ipotesi di stress. In questa logica, la tabella seguente segnala che, a parità di tutto il resto, scenari avversi con vario grado di severità avrebbero ricadute comunque contenute sul prezzo dell'azione BPP calcolato secondo la metodologia prevista dalla policy interna.

Ipotesi di Contrazione dell'utile medio 2020-2022

Delta utile medio	Prezzo medio dell'azione	Variazione del prezzo
0	2,68	0,00
-1.000.000	2,65	-0,03
-2.000.000	2,62	-0,06
-3.000.000	2,59	-0,09
-4.000.000	2,56	-0,12
-5.000.000	2,53	-0,15

17 aprile 2020

Funzione Risk Management

³ In condizioni normali di mercato, i multipli di borsa delle banche quotate sono indicativi delle aspettative degli investitori riguardo alle prospettive di reddito (redditività media e grado di incertezza) del settore bancario in Italia. Tali indici costituiscono un termine di confronto appropriato per valutare la congruità di prezzi azionari non tratti da mercato, vale a dire: prezzi da modello o prezzi osservati su circuiti di scambio poco liquidi.

⁴ Si fa riferimento alle stime di redditività netta esposte nel documento "Roll-forward del Piano Strategico 2019-2022" deliberato dal CdA il 20/1/2020.



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Via Imbriani, 36
73100 LECCE LE
Telefono +39 0832 317930
Email it-fmauditaly@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

Riservata

Spettabile
Banca Popolare Pugliese S.C.p.A.
Via Provinciale per Matino, 5
73052 Parabita LE

Alla cortese attenzione del Dott. Mauro Buscicchio, Direttore Generale

21 aprile 2020

Oggetto: Comunicazione n. 0485877/20 del 14 aprile 2020 della Banca d'Italia avente ad oggetto “Metodologia per la determinazione del valore di sottoscrizione e liquidazione delle azioni delle banche aderenti a piattaforme multilaterali di scambio”.

Egregi Signori,

con riferimento alla comunicazione in oggetto trasmessavi dalla Banca d'Italia in data 14 aprile 2020 e trasmessaci per conoscenza in data 14 aprile 2020 a mezzo mail, al fine di fornirvi elementi conoscitivi per la risposta da inviare alla Vigilanza entro il 24 aprile 2020 in merito alle attività eventualmente svolte dal soggetto incaricato della revisione annuale dei conti per quanto in oggetto, Vi riportiamo quanto segue.

Lo statuto della Vostra Banca, all'art. 6 - Prezzo delle azioni -, definisce il processo di determinazione di tale valore e, in particolare, statuisce che: “Su proposta del Consiglio di Amministrazione, sentito il Collegio Sindacale, l'Assemblea dei soci determina annualmente, in sede di approvazione del bilancio, l'importo che deve essere versato in aggiunta al valore nominale per la sottoscrizione di ogni nuova azione, la misura degli interessi di conguaglio di cui all'art. 18 del presente Statuto e l'eventuale ammontare delle spese di ammissione dovute dai nuovi soci”. Pertanto, le vigenti disposizioni di legge e lo statuto della Banca non richiedono valutazioni da parte della società incaricata della revisione legale dei conti in merito alla metodologia utilizzata per la determinazione del valore delle azioni.



Banca Popolare Pugliese S.C.p.A.

Lettera del 21 aprile 2020

21 aprile 2020

In caso di recesso del socio (art. 14 dello Statuto) il revisore legale è invece chiamato ad esprimere il proprio parere disciplinato dall'art.2437-ter secondo comma del Codice civile il quale prevede che: *"Il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso. Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli Amministratori, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni."*

Per completezza si segnala che nel corso dell'esercizio 2019 non si sono verificati eventi tali da richiedere il parere dal soggetto incaricato della revisione annuale dei conti ai sensi dei precitati art.14 dello Statuto e art.2437-ter secondo comma del Codice civile.

Cordiali saluti

KPMG S.p.A.

Roberto Fabbri
Socio