

COVINO & Partners

ADVISORY TAX AUDIT & ENGINEERING FIRM

SOCIETA' MULTIDISCIPLINARE TRA PROFESSIONISTI A R.L.

ALLEGATO LETT. M ALLIATO
N° 39194 DI REPERTORIO
N° 19894 DI RACCOLTA

PROGETTO HYDRA

PROGETTO DI SCISSIONE PARZIALE NON PROPORZIONALE CON OPZIONE ASIMMETRICA

DI

Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

IN

AMCO S.P.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

COVINO & Partners STP a r. l.

SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO

EX ART. 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE



SOMMARIO

1. OGGETTO DELL'INCARICO	4
2. ACCETTAZIONE DELL'INCARICO	6
3. LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	7
4. LA SOCIETÀ SCINDENDA	10
L'oggetto sociale	11
5. LA SOCIETÀ BENEFICIARIA	13
L'oggetto sociale	15
6. IL PROGETTO DI SCISSIONE	18
La scissione – cenni	18
Fasi della Scissione	22
Tutela dei soci	24
Il Progetto di Scissione MPS – AMCO	27
Modifiche allo statuto della Società Scissa	28
Modifiche allo statuto della Società Beneficiaria	29
Compendio oggetto di assegnazione per effetto della scissione	29
Rapporti di cambio e di distribuzione delle azioni	33
Rapporto di cambio	34
Criterio di distribuzione delle azioni	34
7. NOTE METODOLOGICHE E LIMITI DEL PARERE DI CONGRUITA'	37
8. I METODI DI VALUTAZIONE	39
I metodi per definire il valore d'azienda	39
I metodi patrimoniali	40
I metodi patrimoniali puri	41
I metodi patrimoniali complessi	42
I metodi reddituali	45
I metodi finanziari	47
I metodi finanziari - il Discounted Cash flow (DCF)	48
I metodi finanziari - il Dividend Discount Model (DDM)	58

I metodi misti	62
Il metodo delle valutazioni comparative di mercato	64
9. LA VALUTAZIONE ESEGUITA DAGLI AMMINISTRATORI ED IL RAPPORTO DI CAMBIO	67
Premesse.....	67
Scelta del metodo di valutazione e breve nota metodologica sul metodo adottato dagli Amministratori	69
La valutazione eseguita dagli Amministratori.....	72
Valutazioni degli Amministratori di MPS	73
Valutazione di AMCO	73
Valutazione di MPS Ex – Compendio.....	75
Valutazione del “Compendio” MPS.....	77
Valutazioni degli Amministratori di AMCO	79
Valutazione di AMCO	79
Valutazione del “Compendio” MPS.....	81
Valutazione del rapporto di cambio eseguita dagli Amministratori	82
Valutazione MPS.....	83
Valutazione AMCO	84
10. LIMITI INCONTRATI DAGLI AMMINISTRATORI.....	86
11. IL PARERE SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO	88
Adeguatezza del metodo scelto e sua corretta applicazione.....	89
Commenti di carattere generale	89
Commenti sulle valutazioni eseguite dagli Amministratori	91
Limiti specifici relativi alla formulazione del parere di congruità	92
12. CONCLUSIONI.....	95



**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO
EX ART. 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE**

Agli Azionisti di

Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.

ed

All'Azionista Unico di

AMCO S.p.A.

4

1. OGGETTO DELL'INCARICO

Con provvedimento datato 09 giugno 2020, a seguito di istanza congiunta di AMCO – Asset Management Company - S.p.A. ("AMCO" o la "Società Beneficiaria") e di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ("MPS" o la "Società Scindenda", insieme anche le "Società" o le "Parti"), il Tribunale di Napoli, Sezione Specializzata in Materia di Imprese, ha designato Covino & Partners STP a r. l. ("COVINO & Partners"), Società tra Professionisti iscritta nell'elenco delle Società di Revisione del MEF al numero 181041, quale Esperto comune incaricato di redigere la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni B di AMCO di nuova emissione da assegnarsi per ogni azione ordinaria di MPS che sarà oggetto di annullamento, ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile con

riferimento al Progetto di Scissione parziale non Proporzionale con opzione asimmetrica ("Progetto di Scissione") di MPS in AMCO.

COVINO & Partners ha ricevuto da AMCO e da MPS il Progetto di scissione, le Relazioni degli Amministratori, le Relazioni degli Advisors nominati da ciascuna Parte ed ogni altro documento – come riportato nell'apposita sezione - ritenuto dalle stesse Parti necessario al fine di consentire la valutazione del Rapporto di Cambio. Tra i suddetti documenti le situazioni patrimoniali di AMCO e di MPS coincidono con i bilanci di esercizio redatti alla data del 31/12/2019 essendo stato depositato il Progetto di Scissione entro sei mesi dalla data della loro approvazione.

Il Progetto di Scissione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee straordinarie degli azionisti di AMCO e di MPS – così come comunicato dalle Parti – presumibilmente all'inizio del mese di settembre 2020.



A circular stamp is visible behind the signature, containing the text "RELAZIONE DI AMCO E DI MPS" and "DIVISIONE DI AMCO E DI MPS".

2. ACCETTAZIONE DELL'INCARICO

COVINO & Partners STP a r.l. ha ritenuto di accettare l'incarico affidatole dal Tribunale di Napoli, Sezione Specializzata in Materia di Imprese, sottoscrivendo con le Parti un mandato professionale in data 12 giugno 2020 e nominando quale Professionista Titolare per conto della stessa Società di Revisione il Dr. Gian Luca Covino, Revisore Legale iscritto al Registro dei Revisori Legali istituito presso il MEF al numero 156813, nonché iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al numero AA_009892.

L'assunzione dell'incarico è stata perfezionata a seguito della valutazione della documentazione relativa alla scissione in oggetto ed avendo potuto verificare positivamente la possibilità di espletare lo stesso incarico nei tempi richiesti dalle Parti anche se estremamente limitati, considerato che il termine per la consegna della presente Relazione è stato fissato per il 29 giugno 2020, giorno nel quale si sono altresì riuniti i Consigli di Amministrazione di AMCO ed MPS per l'approvazione del Progetto di Scissione definitivo ed il contestuale deposito dello stesso.

6

La predisposizione della presente Relazione è stata – pertanto – possibile anche grazie all'ampia disponibilità sia di AMCO che di MPS e dei rispettivi Consulenti ed Advisors che hanno prodotto la documentazione in proprio possesso in tempi particolarmente rapidi.

Le attività assegnate alla scrivente Società sono state pertanto svolte contestualmente alla predisposizione della documentazione ufficiale da parte di AMCO e MPS e dei rispettivi Advisors, Equita SIM S.p.A. (EQUITA) e Lazard s.r.l. (Lazard).

3. LA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Per la redazione della Relazione in oggetto è stata fornita dalle Società e dai rispettivi Advisors e Consulenti legali la seguente documentazione.

Da parte di AMCO, con il supporto di EQUITA:

- Bilancio consolidato del Gruppo AMCO al 31.12.2019
- Bilancio individuale di AMCO al 31.12.2019
- Bilancio di SGA (ora AMCO) al 31.12.2018
- Bilancio di SGA (ora AMCO) al 31.12.2017
- Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati prospettici per gli anni 2020 - 2025 di AMCO ("Dati Prospettici AMCO"), approvati dal Consiglio di Amministrazione di AMCO in data 29 giugno 2020
- Dati economico-finanziari prospettici del Compendio per gli anni 2020-2039 ("Dati Prospettici Compendio"), approvati dal Consiglio di Amministrazione di MPS in data 29 giugno 2020
- Stima delle condizioni finanziarie relative al Refinancing AMCO fornite da JPM e UBS
- Dettaglio delle DTA trasferite col Compendio fornite da MPS
- Numero di azioni AMCO emesse ed in circolazione al 31.12.2019
- Numero di azioni MPS emesse ed in circolazione al 31.12.2019
- Range valutativi del Compendio e di MPS ex Compendio elaborate da MPS con il supporto dell'Advisor finanziario e numero di azioni di MPS da annullare a seguito dell'Operazione fornite da MPS
- Progetto di scissione MPS – AMCO (documento redatto congiuntamente tra le Parti)
- Relazione illustrativa dell'Organo Amministrativo
- Nota valutazione crediti compendio



- Project Hydra, le passività del compendio (funding)
- Dati patrimoniali e di vigilanza proforma di MPS ex Compendio al 31.12.2019, approvati dal consiglio di Amministrazione di MPS in data 29 giugno 2020, i quali fattorizzano gli effetti dell'Operazione
- Dati economici, patrimoniali e di vigilanza prospettici per gli anni 2020-2024 di MPS ex Compendio ("Dati Prospettici MPS ex Compendio"), approvati dal Consiglio di Amministrazione di MPS in data 29 giugno 2020, i quali fattorizzano gli effetti dell'operazione
- Inoltre, sono stati utilizzati dati e informazioni pubblicamente disponibili ed in particolare dati e informazioni raccolti attraverso Borsa Italiana, Consob, FactSet, Bloomberg e Mergermarket

Da parte di MPS con il supporto di Lazard:

- Bilancio consolidato del Gruppo MPS al 31.12.2019
- Bilancio individuale di MPS al 31.12.2019
- Bilancio consolidato del Gruppo MPS al 31.12.2018
- Bilancio individuale di MPS al 31.12.2018
- Bilancio consolidato del Gruppo MPS al 31.12.2017
- Bilancio individuale di MPS al 31.12.2017
- Dettaglio Azioni MPS
- Bilancio consolidato di AMCO al 31.12.2019
- Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati prospettici per gli anni 2020E- 2024E di MPS ex-Compendio, approvati dal Consiglio di Amministrazione di MPS in data 29 giugno 2020;
- Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati prospettici per gli anni 2020E-2025E di AMCO, approvati dal Consiglio di Amministrazione di AMCO in data 29 giugno 2020;

- Proiezioni economico-finanziarie del Compendio per gli anni 2020E-2039E approvati dal Consiglio di Amministrazione di MPS in data 29 giugno 2020;
- Definizione del perimetro del Compendio MPS
- Project Hydra – Update on the structure of the NPE Compendium
- Sommario crediti Compendio
- Stima effetti scissione
- Damodaran – ERP
- Dettagli Beta, Risk Free e Risk Premium
- Risk Free rate
- Project Hydra – Summary Concambi
- Progetto Hydra approfondimento sull'approccio valutativo
- Dettagli delle DTA incluse nel Compendio, forniti da MPS.
- Progetto di scissione MPS – AMCO (documento redatto congiuntamente tra le Parti)
- Bozza della Relazione degli Amministratori approvata in data 29 giugno 2020
- Verbale del CdA del 29 giugno 2020 contenente i valori del rapporto di cambio e delle azioni da annullare oltre all'approvazione di tutti i documenti utilizzati per la redazione del progetto
- Inoltre, sono stati utilizzati da Lazard dati e informazioni pubblicamente disponibili, in particolare dati e informazioni raccolti attraverso Borsa Italiana, Consob, FactSet, Bloomberg e Mergermarket.



4. LA SOCIETÀ SCINDENDA

Banca MPS – Monte dei Paschi di Siena – S.p.A., con sede legale in Piazza Salimbeni 3, 53100 Siena, iscritta al Registro delle Imprese al numero 00884060526, P.Iva n.ro 01483500524 (Gruppo Iva MPS), iscritta all'Albo delle Banche presso Banca d'Italia al numero 5274, con capitale sociale pari ad euro 10.328.618.260,14 (diecimiliarditrecentoventootomilioniseicentodiciottomiladuecentosessanta/14) alla data del 31/12/2019 interamente versato e rappresentato da n. 1.140.290.072 (unmiliardocentoquarantamilioniduecentonovantamilazero settantadue) azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, di cui n. 1.118.778.319 (unmiliardocentodiciottomilionisettecentosettantottomilatrecentodiciannove) circolanti¹.

Nata nel 1472, Monte dei Paschi di Siena è la più antica banca del mondo ancora in attività. È oggi a capo di uno dei principali gruppi bancari italiani, con quote di mercato di rilievo in tutte le aree di business in cui opera.

10

Il Gruppo Montepaschi è attivo sull'intero territorio nazionale e sulle principali piazze internazionali con un'operatività incentrata sui servizi tradizionali del retail e commercial banking e con una particolare vocazione verso la clientela famiglie e piccole e medie imprese.

Il Gruppo opera tramite proprie società specializzate, in tutte le principali aree di business: leasing, factoring, finanza d'impresa e investment banking.

¹ Fonte: Bilancio individuale MPS 31/12/19

Il ramo assicurativo-previdenziale è presidiato grazie alla partnership strategica con AXA, mentre l'attività di asset management si sostanzia nell'offerta di prodotti d'investimento di case terze indipendenti.

Il Gruppo integra modelli d'offerta tradizionali, operativi attraverso la Rete delle filiali e dei centri specialistici, con un innovativo sistema di servizi digitali e self service, arricchiti dalle competenze della Rete dei promotori finanziari con Banca Widiba.

L'operatività estera è focalizzata sul supporto ai processi di internazionalizzazione delle imprese clienti ed interessa i principali mercati finanziari mondiali².

Partecipazioni rilevanti nel capitale sociale di MPS sono detenute da:

- Ministero dell'Economia e delle Finanze: 68,247%
- Assicurazioni Generali S.p.A.: 4,319%.

11

Alla data del bilancio individuale al 31/12/2019, MPS detiene, direttamente o indirettamente, numero 21.511.753 di azioni proprie.

L'oggetto sociale

L'oggetto sociale di MPS prevede che la stessa possa svolgere attività di raccolta del risparmio e l'esercizio del credito nelle sue varie forme in Italia e all'estero, ivi comprese tutte le attività che l'Istituto conferente era abilitato a compiere in forza di leggi o provvedimenti amministrativi.

MPS può, inoltre, compiere, con l'osservanza delle disposizioni vigenti, tutte le operazioni e i servizi bancari e finanziari consentiti, costituire e gestire forme pensionistiche complementari, nonché compiere ogni altra operazione strumentale o

² Fonte: <https://www.gruppomps.it/>

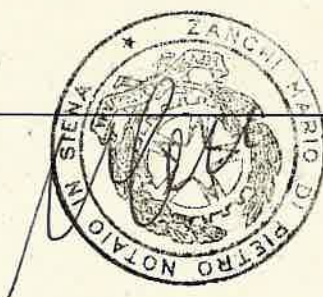


comunque connessa al perseguimento dell'oggetto sociale, nonché effettuare anticipazioni contro pegno di oggetti preziosi e di uso comune.

5. LA SOCIETÀ BENEFICIARIA

AMCO – Asset Management Company – S.p.A., con sede legale in Via Santa Brigida 39, 80133 Napoli e Direzione Generale in Via del Lauro 5/7, 20121 Milano, iscritta al Registro delle Imprese di Napoli al numero 05828330638, REA 458737, con capitale sociale pari ad euro 600.000.000 (seicentomilioni/00) interamente versato e suddiviso in numero 600.000.000 (seicentomilioni) di azioni ordinarie prive di valore nominale, con Socio Unico il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

AMCO è un intermediario Finanziario ex art.106 specializzato nella gestione e nel recupero di crediti deteriorati. A partire dal 1997 la Società ha operato nell'ambito degli interventi legislativi e regolamentari di cui alla Legge 19 novembre 1996, n. 588 (conversione in Legge del DL 24 settembre 1996 n. 497 recante "disposizioni urgenti per il risanamento, la ristrutturazione e la privatizzazione del Banco di Napoli") e dell'art. 3 del D.M. 14 ottobre 1996. In tale contesto l'azienda si è resa cessionaria in blocco, ai sensi dell'art. 58 TUB, e con finalità di realizzo, dei crediti e altre attività di problematica recuperabilità del Banco di Napoli e di altre società del Gruppo Banco di Napoli (ISVEIMER e BN Commercio e Finanza), costituite in larga misura da crediti a sofferenza o incaglio, oltre che da crediti in ristrutturazione, partecipazioni e titoli. Con il Decreto Ministeriale del 22 febbraio 2018 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n. 123 del 29 maggio 2018, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, in attuazione dei poteri attribuitigli dall'art. 5 commi 1 e 5 del Decreto Legge 99 del 25 giugno 2017 ha disposto che AMCO (già SGA), per il tramite dei Patrimoni Destinati denominati "Gruppo Veneto" e "Gruppo Vicenza", divenisse cessionaria dei crediti deteriorati, degli attivi di problematica recuperabilità e connessi rapporti giuridici rispettivamente di Veneto Banca S.p.A. in Liquidazione Coatta Amministrativa (nel seguito anche "VB LCA") e della Banca Popolare di Vicenza S.p.A. in Liquidazione Coatta Amministrativa (nel seguito anche "BPVI LCA"), congiuntamente anche le "ex Banche Venete" (nel seguito le "LCA"),



ambedue sottoposte a Liquidazione Coatta Amministrativa da giugno 2017, con l'obiettivo di massimizzarne il valore di recupero nel tempo e contestualmente di ottimizzare la gestione dei rapporti con i debitori. La cessione ha avuto per oggetto i crediti classificati o classificabili "in sofferenza", "unlikely to pay" o "past due" alla data di avvio delle Liquidazioni Coatte Amministrative e non ceduti a e/o retrocessi da Intesa Sanpaolo (di seguito anche ISP) ai sensi degli artt. 3 e 4 del sopracitato Decreto Legge, unitamente a beni, contratti e rapporti giuridici accessori agli stessi, ivi inclusi i titoli di cartolarizzazione emessi dalla società di cartolarizzazione Flaminia SPV S.r.l. (nel seguito anche "Flaminia") e Ambra SPV S.r.l. (nel seguito anche "Ambra") con l'esclusione da tale perimetro di certe attività, passività, contratti e rapporti individuati nei contratti di cessione in coerenza con i criteri dettati dal Decreto Ministeriale del 22 febbraio 2018.

Nel corso del 2018 la Società ha altresì acquisito la titolarità dei crediti esteri relativi alle banche già controllate da Veneto Banca S.p.A. in Croazia, Albania e Moldavia nonché dalla filiale rumena della medesima per un *gross book value* complessivo pari a circa euro 700 milioni. L'attività di gestione e incasso dei crediti, in parte affidata in outsourcing a società estere specializzate sul recupero crediti, nonché a Società per la Gestione di Attività S.r.l., società rumena di nuova costituzione interamente controllata da AMCO, è iniziata nel corso del secondo semestre 2018 e ha riguardato principalmente i crediti verso debitori residenti in Romania, Croazia e Albania. Per quanto riguarda il portafoglio moldavo, sono in corso di finalizzazione gli adempimenti previsti dalla normativa locale connessi al trasferimento dei crediti e delle garanzie, volti a garantire un'efficace attività di gestione e recupero. È stato inoltre conferito dalle LCA ad AMCO, sempre in data 11 aprile 2018, un mandato di gestione in "full outsourcing" sulle esposizioni derivanti da operazioni di credito tramite le quali era stato finanziato, in tutto o in parte, l'acquisto di azioni o di obbligazioni subordinate delle ex Banche Venete (i "Rapporti Baciati").

L'oggetto sociale

Sulla base dello statuto vigente alla data di approvazione della presente relazione semestrale, modificato con delibera assembleare del 19 luglio 2019, l'oggetto sociale di AMCO è il seguente:

1. La Società ha per oggetto l'acquisto e la gestione con finalità di realizzo, secondo criteri di economicità, di crediti e rapporti originati da banche iscritte all'albo di cui all'art. 13 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (di seguito T.U.B.), da società appartenenti a gruppi bancari iscritti all'albo di cui all'art. 64 del T.U.B. e da intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 del T.U.B. anche se non appartenenti a un gruppo bancario. La Società, inoltre, può acquistare partecipazioni e altre attività finanziarie, inclusi titoli di cartolarizzazione che hanno come sottostante crediti originati da banche, da società appartenenti a gruppi bancari e da intermediari finanziari anche se non appartenenti a un gruppo bancario nonché quote di fondi di investimento di tipo chiuso, riservati ad investitori professionali, istituiti per la sottoscrizione di azioni emesse da banche o per la sottoscrizione e/o acquisto di titoli emessi da società costituite per finanziare l'acquisto di crediti originati da banche, da società appartenenti a gruppi bancari e da intermediari finanziari anche se non appartenenti a un gruppo bancario, o per l'acquisto diretto di tali crediti. La Società - anche attraverso i patrimoni destinati costituiti ai sensi dell'articolo 5 del Decreto Legge 25 giugno 2017 n. 99, convertito con modificazioni in legge 31 luglio 2017, n. 121 ed alle condizioni previste dai decreti ministeriali adottati ai sensi di tale disposizione normativa - potrà (i) erogare finanziamenti, nelle diverse forme indicate nell'articolo 2 del D.M. n.53 del 2 aprile 2015, direttamente o indirettamente, ai debitori alla stessa ceduti ai sensi del presente comma o dalla stessa gestiti ai sensi del successivo comma 2, nonché a veicoli o organismi di investimento collettivo costituiti per acquistare e gestire, direttamente o indirettamente, crediti e rapporti originati da banche, da intermediari finanziari anche se non appartenenti a un gruppo bancario e da società



appartenenti a gruppi bancari, purché tali finanziamenti perseguano, anche attraverso l'interposizione della piattaforma di gestione, l'obiettivo di massimizzare il valore dei crediti sottostanti (e degli eventuali altri attivi, beni e rapporti giuridici ad essi accessori o connessi); e (ii) esercitare l'attività di leasing finanziario, nonché di leasing operativo e di noleggio, rendendosi cessionaria di crediti ed obbligazioni nascenti da contratti di leasing risolti o ancora in essere, stipulati tra terze parti, e dei beni sottostanti, e concludendo nuovi contratti di leasing ai fini di ricollocazione dei beni in leasing acquistati.

2. La Società ha altresì per oggetto le attività di gestione e recupero giudiziale e stragiudiziale per conto terzi di crediti e rapporti originati da banche, da società appartenenti a gruppi bancari e da intermediari finanziari anche se non appartenenti a un gruppo bancario. In tale contesto, la Società, ove operante su mandato di società di cartolarizzazione costituite ai sensi della Legge del 30 aprile 1999, n. 130, potrà svolgere il ruolo di soggetto incaricato della riscossione dei crediti ceduti, dei servizi di cassa e pagamento e della verifica della conformità delle operazioni alla legge ed al prospetto informativo, ai sensi dell'articolo 2, commi 6 e 6-bis della Legge del 30 aprile 1999, n. 130.

16

3. Le attività di cui ai commi 1 e 2 del presente articolo avranno ad oggetto crediti deteriorati e, in via accessoria rispetto a questi, crediti che, al momento dell'investimento o della presa in gestione ovvero successivamente, siano classificati in bonis. Tali attività potranno essere esercitate in Italia e, nel rispetto delle previsioni normative e del regime autorizzativo eventualmente applicabili, all'estero.

4. Per la realizzazione dell'oggetto sociale la Società può effettuare operazioni di gestione, sotto ogni forma, smobilizzo e cessione dei crediti, delle partecipazioni e delle altre attività finanziarie; nonché, in via strumentale, ogni altra operazione commerciale, finanziaria, mobiliare e immobiliare, nel rispetto della normativa vigente. Ai sensi

dell'art. 18, comma 3 del D. Lgs. del 24 febbraio 1998, n. 58, la Società può esercitare nei confronti dei debitori ceduti, in via correlata rispetto alle attività descritte nel comma 1 del presente articolo, i servizi e le attività di negoziazione per conto proprio e di esecuzione di ordini per conto dei clienti, in ciascun caso limitatamente agli strumenti finanziari derivati.

5. La Società può altresì emettere obbligazioni in conformità alle vigenti disposizioni normative e regolamentari. Spetta al Consiglio di Amministrazione di deliberare l'emissione di strumenti finanziari diversi dalle azioni o non convertibili in esse. L'adozione di un programma di emissione di strumenti finanziari diversi dalle azioni o non convertibili in esse e destinati alla quotazione in mercati regolamentati, ovvero ciascuna singola emissione di tali strumenti non realizzata in base ad un programma autorizzato dall'Assemblea, può essere effettuata solo in presenza di accertate esigenze finanziarie della Società e previa delibera autorizzativa dell'Assemblea dei soci ai sensi dell'articolo 2364, comma 1, n. 5 del codice civile.



6. IL PROGETTO DI SCISSIONE

La scissione – cenni

La normativa civilistica non prevede una definizione compiuta dell'istituto, l'art. 2506 c.c. si limita difatti a prevedere gli effetti dell'operazione: *“Con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci”*.

L'operazione di scissione rappresenta una “disaggregazione” del patrimonio di una società scissa (o “scindenda”) in più parti o quote, con la conseguente assegnazione delle stesse ad una o più società preesistenti o neocostituite (società “beneficiarie” o “scissionarie”), le cui azioni o quote di partecipazione vengono attribuite ai suoi soci, proporzionalmente o non proporzionalmente rispetto alle quote di partecipazione che questi avevano nella scissa.

18

Le caratteristiche della scissione possono essere così riassunte:

- A. Il trasferimento parziale o totale del patrimonio di una società (scissa) a una o più società beneficiarie (due o più società nel caso di trasferimento totale);
- B. L'assegnazione di azioni o quote della/e beneficiaria/e ai soci della scissa (è consentito operare una scissione senza attribuzione di azioni o quote della/e beneficiaria/e ai soci della scissa c.d. scissione asimmetrica).

Gli aspetti fiscali dell'operazione di scissione sono disciplinati dall'articolo 173 del D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 (di seguito il “TUIR”), dove il legislatore nei primi tre commi, prevede la neutralità fiscale della scissione con riferimento sia alle società partecipanti (commi 1 e 2) sia ai soci della società scissa (comma 3). In particolare, il

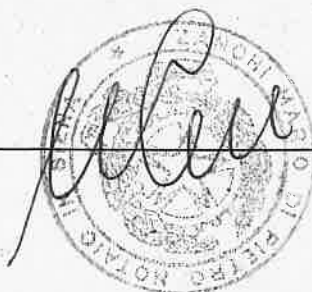
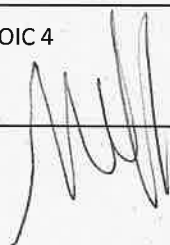
comma 1 stabilisce che: *"la scissione totale o parziale di una società in altre preesistenti o di nuova costituzione non dà luogo a realizzo o distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni della società scissa, comprese quelle relative alle rimanenze ed al valore di avviamento"*.

Le finalità economiche, nonché i benefici perseguibili alla base dell'operazione di scissione sono riportate all'interno dell'OIC 4 che prevede principalmente tre obiettivi:

- La ridefinizione della compagine sociale attraverso una attribuzione non proporzionale delle azioni o quote delle beneficiarie; ogni socio della scissa può diventare proprietario delle azioni o quote di una distinta beneficiaria. Conseguentemente i soci assumeranno il controllo su un distinto patrimonio che prima faceva parte dell'unitario patrimonio della società scissa.
- La riorganizzazione dell'impresa, attraverso attribuzioni proporzionali è possibile scomporre determinate componenti aziendali, isolando quelle attività d'impresa in grado di produrre valore o meritevoli di un tentativo di rilancio. Si parla di riorganizzazione aziendale in quanto manca il trasferimento del controllo sul patrimonio della scissa attribuito alle beneficiarie e avviene tra società appartenenti allo stesso gruppo.
- una particolare forma di cessione di azienda o un'operazione propedeutica ad una cessione di azienda, attuata ad esempio mediante la scissione di un'azienda ad una beneficiaria nuova, le cui azioni vengono poi vendute ad un distinto gruppo; oppure mediante la scissione di un'azienda ad una società preesistente controllata da un diverso gruppo; o anche un'operazione propedeutica alla quotazione in borsa della società beneficiaria³.

Le forme con cui può essere attuata la scissione sono le seguenti (art. 2506 c.c.):

³ Fonte OIC 4



- Scissione totale o parziale
- Scissione in senso stretto o per incorporazione
- Scissione a favore di società appartenenti allo stesso tipo o a tipi diversi

La scissione totale ricorre quando l'intero patrimonio della società scissa viene assegnato a due o più società beneficiarie. La scissione è anche detta "per incorporazione" qualora le società siano preesistenti. La scissione totale comporta l'estinzione della società scissa e la continuazione dei rapporti in capo ai soci e ai creditori con le società beneficiarie. I soci ricevono, in cambio delle azioni o quote possedute della società scissa, un numero proporzionale di azioni o quote delle società che hanno beneficiato della scissione.

La scissione parziale ricorre quando parte del patrimonio della società scissa viene assegnato ad una o più società preesistenti o di nuova costituzione. A differenza della scissione totale, quella parziale non comporta l'estinzione della società scissa, che continua ad esistere anche se con un patrimonio decurtato dell'apporto effettuato.

20

La scissione in senso stretto ricorre quando la società si scinde e da essa nascono società di nuova costituzione.

La scissione per incorporazione ricorre quando una o più società preesistenti sono beneficiarie della scissione di un'altra società.

La scissione eterogenea ricorre quando le beneficiarie sono enti di tipo diverso rispetto alla società che si scinde.

Infine, la scissione omogenea ricorre quando le società beneficiarie della scissione sono della stessa categoria di quella che si scinde (società di persone con società di persone, società di capitali con società di capitali).

Una ulteriore distinzione dell'operazione è data dalla ripartizione delle quote o azioni assegnate a ciascun socio (cfr. Figura 1):

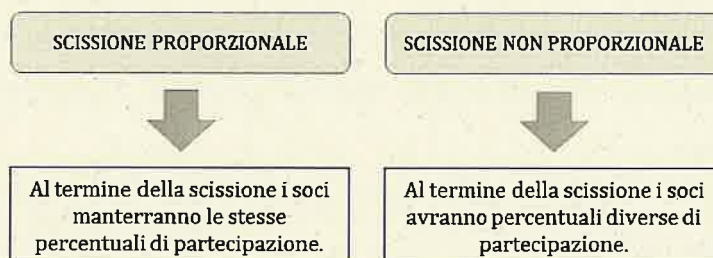


Figura 1 - Ripartizione di quote o azioni

Si parla di scissione proporzionale quando ai soci della società scissa vengono assegnate azioni o quote delle beneficiarie, in proporzione alle quote di partecipazione di ciascuno al capitale sociale della società che si scinde. In tutti gli altri casi si parlerà di scissione non proporzionale.

21

Diversamente, la scissione non proporzionale prevede una assegnazione ai soci di azioni o quote in misura non proporzionale, in ogni caso con percentuali di partecipazione diverse da quella originaria, senza che tale disparità di trattamento sia interamente compensata con conguagli in denaro (conguaglio in denaro che, in base a quanto disposto dall'art. 2501-ter, comma 1, n. 3, c.c., "non può essere superiore al 10% del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate").

In ultimo vi è un caso particolare, la c.d. "scissione asimmetrica", disciplinata dal comma 2 dell'art. 2506 c.c., il quale prevede che con il consenso unanime dei soci sia possibile non assegnare ad alcuni di essi partecipazioni in una delle società beneficiarie, ma partecipazioni della scissa. Conseguentemente ad alcuni soci vengono attribuite solo azioni o quote della società scissa e non vengono attribuite azioni o quote delle beneficiarie, compensando tale mancata assegnazione con maggiori partecipazioni in



un'altra o in altre società risultanti dalla scissione. La fattispecie presenta le seguenti caratteristiche:

- scissione parziale (non sarebbe possibile in caso di scissione totale);
- Senza assegnazione ad alcuni soci della scissa delle partecipazioni nella/e beneficiaria/e;
- con assegnazione di azioni o quote della scissa ai soci che non ricevano azioni o quote delle beneficiarie.

Fasi della Scissione

L'operazione di scissione può essere suddivisa in sette fasi temporali di seguito riportate (cfr. Figura 2):

22

- Progetto di scissione (art. 2506-bis, c.c. che richiama l'art. 2501-ter, c.c.), per una maggiore informativa in merito all'operazione, gli amministratori della società scissa e di quelle beneficiarie, devono predisporre un documento denominato progetto di scissione all'interno del quale saranno presenti le condizioni e le caratteristiche dell'operazione:
 - a) rapporto di cambio
 - b) la descrizione degli elementi da assegnare
 - c) le modalità di assegnazione delle quote / azioni
- Presentazione delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla scissione (art. 2506-ter, c.c. che richiama l'art. 2501-quater, c.c.). L'organo amministrativo delle società partecipanti alla scissione redige, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, la situazione patrimoniale

delle società stesse, non anteriore di oltre 120 gg. dal giorno in cui il progetto di scissione è depositato presso la sede della società. La situazione patrimoniale della società può essere sostituita dal bilancio d'esercizio, se questo risulta chiuso non oltre sei mesi prima del deposito del progetto di scissione presso la sede sociale. Con il consenso unanime dei soci si può omettere la redazione della situazione patrimoniale.

- Relazione dell'organo amministrativo (art. 2506-ter, c.c. che richiama l'art. 2501-quinquies, c.c.), quando richiesta deve indicare le motivazioni economiche e gli aspetti strutturali dell'operazione, nonché considerazioni in merito al rapporto di cambio e ai metodi utilizzati per la valutazione.
- Redazione da parte di uno o più esperti indipendenti (cfr. art. 2501-sexies, c.c.) di una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o quote (art. 2506-ter, c.c. che richiama l'art. 2501-sexies, c.c.), esprimendo un parere sull'adeguatezza del metodo adottato dall'organo amministrativo.
- Deposito dei documenti (art. 2506-bis, c.c. che richiama l'art. 2501-septies, c.c.) soprariportati oltre ai bilanci degli ultimi tre esercizi
- Decisione in ordine alla scissione (art. 2506-ter, c.c. che richiama l'art. 2502, c.c.), approvazione del progetto di scissione. La scissione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2502-bis c.c. I creditori sociali, nel suddetto termine, possono fare opposizione salvo nei casi previsti dall'art 2503 c.c. ossia:

1. consenso dei creditori delle società che vi partecipano anteriore all'iscrizione o alla pubblicazione
2. il pagamento dei creditori dissenzienti, ovvero il deposito delle somme corrispondenti presso una banca
3. La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501 sexies c.c. sia redatta, per tutte le società partecipanti alla scissione, da un'unica società di revisione



la quale asseveri, sotto la propria responsabilità ai sensi del sesto comma dell'articolo 2501 sexies c.c., che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla scissione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori.

- Attuazione della scissione: stipula e sottoscrizione dell'atto di scissione (art. 2506-ter, c.c. che richiama gli artt. 2503 2504, c.c.). L'atto di scissione deve essere depositato entro 30 giorni dalla sua redazione presso il registro delle imprese ove è posta la sede delle società partecipanti alla scissione, una volta depositato inizierà a produrre gli effetti.



Figura 2 - Fasi temporali della scissione

Tutela dei soci

La scissione deve essere deliberata dalla società scissa e dalle società beneficiarie, se trattasi di imprese già costituite, mediante approvazione del relativo progetto.

Al fine di tutelare in modo pieno ed effettivo i soci della società scissa in caso di operazione di scissione, la disciplina civilistica prevede una serie di tutele sia per il socio consenziente che per il socio dissenziente.

La tutela del socio consenziente si esplica attraverso il rapporto di cambio, ossia il socio riceve una quantità di azioni o quote delle società beneficiarie, in cambio delle azioni o quote possedute, calcolate sulla base di un rapporto di cambio. L'art. 2501 sexies c.c. Prevede che: "uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi:

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

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato". Inoltre al comma 7 del medesimo articolo si precisa che: *"la relazione degli esperti non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla scissione".*

25

Il socio dissenziente non può impedire che l'operazione si svolga, tuttavia sono previste alcune tutele:

- il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. decreto "Draghi") prevede, all'art. 131, per gli azionisti dissenzienti dalle delibere di fusione o di scissione di società quotate in mercati regolamentati, il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c., se a seguito dell'operazione straordinaria di fusione o scissione vengono loro assegnate azioni non quotate⁴.
- in caso di attribuzione di azioni di una società quotata, il diritto di recesso è azionabile nel caso delle modifiche statutarie indicate nell'art. 2437 c.c..

⁴ M. Confalonieri, Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società, Gruppo 24 ore, 2020 Milano

- il socio della società scissa potrebbe ricevere azioni della società scissa in luogo di quelle delle società beneficiarie (c.d. scissione asimmetrica).
- L'art 2506-bis, comma 4 del codice civile prevede che: *"qualora il progetto preveda una attribuzione delle partecipazioni ai soci non proporzionale alla loro quota di partecipazione originaria, il progetto medesimo deve prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto"*.

I soci che recedono dalla società hanno diritto di ottenere il rimborso, entro centottanta giorni dalla comunicazione fatta alla società, della propria partecipazione in proporzione del patrimonio sociale.

Schematizzando, la tutela del socio in tema di scissione si esplica in due modi (Figura 3):

26



Figura 3 - Tutela del Socio

Una volta avvenuta l'iscrizione dell'atto di scissione nel registro delle imprese ove hanno sede le società partecipanti alla scissione, l'operazione inizierà a produrre gli

effetti. L'iscrizione ha efficacia costitutiva della scissione, oltre ad avere effetto preclusivo per l'invalidità della scissione⁵.

Il Progetto di Scissione MPS – AMCO

Il Progetto di Scissione in esame si caratterizza per essere una scissione parziale non proporzionale con opzione asimmetrica.

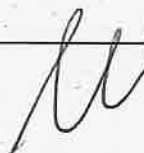
Nel presente paragrafo si riportano, in sintesi e rinviando per ogni approfondimento al Progetto di Scissione depositato nonché alle relazioni degli Advisors, gli aspetti principali del suddetto Progetto al fine di poter illustrare le valutazioni eseguite dagli Amministratori – congiuntamente ai rispettivi Advisors – ed i rapporti di cambio dagli stessi individuati.

27

La scissione proposta (la "Scissione") sarà attuata mediante assegnazione alla Società Beneficiaria di parte del patrimonio della Società Scissa, con (i) attribuzione ai soci della Società Scissa di azioni di categoria B della Società Beneficiaria di nuova emissione (le "Azioni B di AMCO") e (ii) annullamento di azioni ordinarie MPS in capo ai soci della Scissa, in misura non proporzionale alla quota di partecipazione detenuta da questi ultimi nella Società Scissa prima della Data di Efficacia della Scissione, secondo i criteri descritti nel presente Progetto e con facoltà per i soci di MPS, diversi dal Socio di Maggioranza di MPS, e inclusa MPS medesima in quanto titolare di azioni proprie (i "Soci

⁵ La seguente nota bibliografica riporta tutti i testi consultati per la redazione del capitolo:

1. M. Machin, Le operazioni straordinarie d'impresa, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, Milano.
2. M. Confalonieri, Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società, Gruppo 24 ore, 2020 Milano
3. OIC 4
4. Ceppellini Lugano & Associati Società tra Professionisti, Operazioni straordinarie, Wolters Kluwer 2020, Milano



di Minoranza di MPS"), di non essere assegnatari delle suddette Azioni B di AMCO, incrementando (in termini percentuali) la partecipazione detenuta nel capitale di MPS. In tal caso le Azioni B di AMCO non assegnate ai Soci di Minoranza di MPS incrementeranno le Azioni B di AMCO spettanti al Socio di Maggioranza di MPS, a fronte dell'incremento del numero di azioni ordinarie di MPS di proprietà del Socio di Maggioranza di MPS che saranno annullate.

Le Azioni B di AMCO di nuova emissione, che saranno assegnate ai soci di MPS secondo quanto di seguito descritto, avranno i medesimi diritti delle azioni ordinarie AMCO già emesse ad eccezione del diritto di voto nell'assemblea ordinaria e straordinaria dei soci di AMCO. Le Azioni B di AMCO, come le azioni ordinarie AMCO già emesse, non sono e non saranno negoziate su alcun mercato regolamentato o sistema multilaterale di negoziazione.

In data 29 giugno 2020 la Società Scissa e la Società Beneficiaria hanno sottoscritto un accordo che contiene dichiarazioni e garanzie usuali per operazioni di trasferimenti di portafogli di crediti e con il quale le parti hanno inteso regolare e disciplinare, tra le altre cose, le attività propedeutiche e funzionali alla realizzazione della Scissione.

28

Modifiche allo statuto della Società Scissa

Per effetto della Scissione, lo statuto sociale della Società Scissa subirà modifiche relative a

- i. il capitale sociale, che verrà ridotto per un importo non superiore ad Euro 1.133,6 milioni, pari all'ammontare del patrimonio netto incluso nel Compendio Scisso alla Data di Efficacia della Scissione Euro 1.087 milioni che include una riserva valutativa negativa per Euro 46,6 milioni;

- ii. il numero di azioni in cui esso sarà suddiviso, per effetto dell'annullamento di azioni della Società Scissa in applicazione del Rapporto di Cambio.

Sono fatte salve eventuali ulteriori riduzioni di capitale per annullamento di azioni proprie.

Modifiche allo statuto della Società Beneficiaria

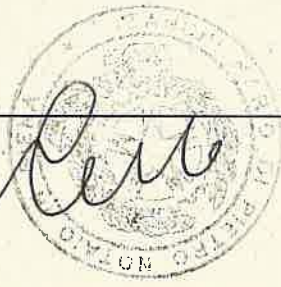
Per effetto della Scissione, lo statuto sociale della Società Beneficiaria subirà modifiche relative, tra l'altro, al capitale sociale (con un incremento sino ad un massimo di Euro 55.153.674) e al numero delle azioni che lo rappresentano, nonché all'introduzione della categoria delle Azioni B di AMCO. Allo statuto sociale di AMCO saranno apportate ulteriori variazioni non connesse alla Scissione e che formeranno pertanto oggetto di separata proposta di deliberazione all'Assemblea dei Soci della Società Beneficiaria.

29

Compendio oggetto di assegnazione per effetto della scissione

Le situazioni patrimoniali di riferimento di cui all'articolo 2501-quater, cod. civ., come richiamato dall'articolo 2506-ter, cod. civ., sono costituite, rispettivamente, dal bilancio relativo all'esercizio 2019 di MPS (la "Situazione Patrimoniale di MPS") e dal bilancio relativo all'esercizio 2019 di AMCO (la "Situazione Patrimoniale di AMCO" e, unitamente alla Situazione Patrimoniale di MPS, le "Situazioni Patrimoniali").

Alla Società Beneficiaria saranno assegnati, nei termini e nei limiti di cui al presente Progetto, i seguenti elementi patrimoniali attivi e passivi (il "Compendio Scisso"), nella consistenza in cui si troveranno alla Data di Efficacia della Scissione. Tali elementi patrimoniali sono di seguito riportati come rappresentati nei dati contabili della Società Scissa al 31 dicembre 2019:



Attività:

- Crediti deteriorati classificati da MPS come sofferenze per un valore netto contabile pari a Euro 2.313 milioni;
- Crediti deteriorati classificati da MPS come inadempienze probabili per un valore netto contabile pari a Euro 1.843 milioni;
- Titoli obbligazionari e azionari per un valore contabile pari a Euro 5 milioni;
- Contratti derivati per un valore contabile pari a Euro 0,8 milioni;
- Attività fiscali differite per un valore contabile pari a Euro 104 milioni.

Nell'ambito della Scissione sono inoltre trasferite alla Società Beneficiaria, per obbligo di legge (cfr. art. 173, comma 4 del Testo Unico delle imposte sui redditi), attività fiscali differite non iscritte nel bilancio della Scissa alla data del 31 dicembre 2019 per Euro 62 milioni; trattasi di attività fiscali differite non trasformabili potenzialmente iscrivibili.

30

Passività e patrimonio netto:

- Passività derivanti da un finanziamento bridge pari ad Euro 3.179 milioni (il "Finanziamento MPS");
- Contratti derivati per un valore contabile pari a Euro 0,1 milioni;
- Patrimonio netto per un importo pari a Euro 1.087 milioni, inclusivo di una riserva "other comprehensive income" ("Riserva OCI") negativa per Euro 46,6 milioni riferita a titoli obbligazioni e azionari classificati tra le Attività finanziarie valutate al fair value con impatto sulla redditività complessiva, con un pari decremento quindi del patrimonio netto della Società Scissa che sarà imputato per Euro 1.133,6 milioni a riduzione del capitale sociale.

Si precisa che parte delle attività, passività e patrimonio netto che formeranno parte del Compendio Scisso sono attualmente nella titolarità di MPS Capital Services Banca per le

Imprese S.p.A. ("MPS CS") - società interamente controllata da MPS - e verranno ricomprese nel Compendio Scisso per effetto di una scissione parziale proporzionale di MPS CS a favore di MPS ai sensi dell'art. 2505, comma 1, cod. civ., come richiamato dall'art. 2506-ter, comma 5, cod. civ. (la "Scissione MPS CS") che diverrà efficace prima della Scissione.

In particolare, attualmente sono nella titolarità di MPS CS i seguenti elementi patrimoniali attivi e passivi, come rappresentati nello stato patrimoniale di MPS CS al 31 dicembre 2019:

Attività:

- Crediti deteriorati classificati da MPS CS come sofferenze per un valore netto contabile pari a Euro 362,4 milioni;
- Crediti deteriorati classificati da MPS CS come inadempienze probabili per un valore netto contabile pari a Euro 346,4 milioni;
- Titoli obbligazionari e azionari per un valore contabile pari a Euro 1,6 milioni;
- Contratti derivati per un valore contabile pari a Euro 0,3 milioni;
- Attività fiscali differite per un valore contabile pari a Euro 13,7 milioni.

31

Passività e patrimonio netto:

- Passività derivanti da depositi infragruppo per un valore contabile pari ad Euro 614,4 milioni;
- Contratti derivati per un valore contabile pari a Euro 0,04 milioni;
- Patrimonio netto per un importo pari a Euro 110 milioni, inclusivo di una riserva OCI negativa per Euro 42,4 milioni, imputabili ai titoli facenti parte del compendio della scissione.



L'efficacia della Scissione è condizionata all'efficacia della Scissione MPS CS e, pertanto, al conseguente trasferimento a MPS degli elementi attivi e passivi sopra menzionati che faranno parte del Compendio Scisso (la "Condizione Sospensiva Scissione MPS CS").

Con riguardo al Finanziamento MPS, si evidenzia che JP Morgan Chase Bank, Milan Branch e UBS Europe SE (le "Banche Finanziatrici") hanno assunto in data 29 giugno 2020 un impegno vincolante nei confronti della Società Scissa all'erogazione del Finanziamento MPS sulla base dei termini e delle condizioni concordati tra le parti e sintetizzate in un term-sheet. In particolare, il Finanziamento MPS consiste in un finanziamento bancario in più tranches che sarà utilizzato per il fabbisogno generale di MPS. Si prevede che i relativi contratti saranno sottoscritti nel corso del mese di luglio 2020 e che la provvista sarà erogata dalle Banche Finanziatrici prima della data dell'Assemblea di MPS chiamata a deliberare, tra le altre cose, l'approvazione del Progetto di Scissione.

32

L'erogazione da parte delle Banche Finanziatrici del Finanziamento MPS costituisce condizione di efficacia della Scissione (la "Condizione Sospensiva Finanziamento").

In relazione a quanto sopra vengono pure allegati al Progetto di Scissione i prospetti patrimoniali individuali al 31 dicembre 2019 delle società partecipanti alla Scissione con indicazione in apposita colonna:

- i. per quanto attiene alla Società Scissa, dei cespiti attivi e passivi non presenti nel patrimonio alla data del 31 dicembre 2019, ma che è previsto che entrino a farvi parte prima della Data di Efficacia della Scissione (sub Allegato 4);
- ii. per quanto attiene sia alla Società Scissa, sia alla Società Beneficiaria, della situazione post Scissione (sub Allegato 5 e 6).

Fermo quanto sopra in ordine ai cespiti che entreranno nei patrimoni della Società Beneficiaria e della Società Scissa prima del perfezionamento della Scissione, resta

inteso che il Compendio Scisso sarà assegnato nella consistenza alla Data di Efficacia della Scissione. Le variazioni nella composizione del Compendio Scisso derivanti dalla dinamica operativa successiva al 31 dicembre 2019 verranno regolate tra la Società Scissa e la Società Beneficiaria con partite di debito e credito senza comportare variazioni nella consistenza patrimoniale del Compendio Scisso. Le variazioni derivanti da svalutazioni o rivalutazioni di componenti del Compendio Scisso saranno invece portate a decremento/incremento del patrimonio netto oggetto di trasferimento alla Data di Efficacia, senza determinare alcun impatto sul Rapporto di Cambio (in quanto determinato tenuto conto di tali svalutazioni/rivalutazioni prospettiche) e senza modifica del numero di azioni di MPS oggetto di annullamento, essendo le stesse prive di valore nominale. Il meccanismo di regolamento delle variazioni di cui sopra formerà oggetto di separato accordo tra la Società Scissa e la Società Beneficiaria.

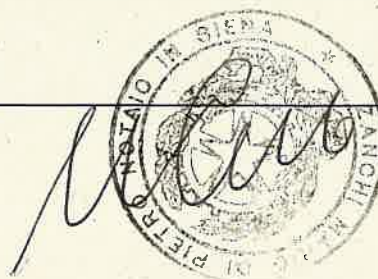
Eventuali variazioni rilevanti del Compendio Scisso verranno comunicate ai soci in assemblea ai sensi dell'art. 2501-quinquies, comma 3, cod. civ.

33

Si precisa che del trasferimento dei crediti deteriorati ricompresi nel Compendio Scisso verrà data comunicazione da parte della Società Beneficiaria ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 58 del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385, come successivamente modificato e integrato.

Rapporti di cambio e di distribuzione delle azioni

Ai fini dell'individuazione dei valori da attribuire a ciascuna delle società partecipanti alla Scissione ed al Compendio Scisso per l'individuazione (a) del numero di Azioni B di AMCO da assegnare ai soci della Società Scissa e (b) del numero delle Azioni Ordinarie di MPS da annullare in capo ai soci della Società Scissa, i Consigli di Amministrazione di



MPS e AMCO si sono avvalsi del supporto di advisor finanziari di comprovata professionalità ed esperienza, e in particolare di Lazard S.r.l. (per la Società Scissa) ed Equita SIM S.p.A. (per la Società Beneficiaria).

Rapporto di cambio

In base alle valutazioni effettuate, a fronte del Compendio Scisso, saranno complessivamente emesse massime n. 55.153.674 Azioni B di AMCO contro annullamento di massime n. 137.884.185 Azioni Ordinarie di MPS. Il rapporto di cambio risulta così di n. **0,4000** Azioni B AMCO da assegnarsi per ogni Azione Ordinaria di MPS che sarà oggetto di annullamento, come meglio precisato e secondo le ripartizioni tra Socio di Maggioranza di MPS e Soci di Minoranza di MPS riportate nel successivo paragrafo.

Criterio di distribuzione delle azioni

34

Come precedentemente precisato, la Scissione di cui al presente Progetto verrà attuata - ai sensi dell'articolo 2506-bis, comma 4, cod. civ. - mediante assegnazione ai soci della Società Scissa di Azioni B di AMCO e annullamento di Azioni Ordinarie MPS in misura non proporzionale alle partecipazioni da questi detenute nella Società Scissa. In particolare:

- i. al Socio di Maggioranza di MPS verranno assegnate n. 49.650.138 Azioni B di AMCO, corrispondenti a circa il 90% del numero complessivo di Azioni B di AMCO da emettere, a fronte dell'annullamento di n. 124.125.345 Azioni Ordinarie di MPS dallo stesso possedute, corrispondenti a circa il 90% del numero complessivo di Azioni Ordinarie di MPS da annullare;
 - ii. ai Soci di Minoranza di MPS (inclusa MPS medesima in quanto titolare di azioni proprie) verranno assegnate n. 5.503.536 Azioni B di AMCO, corrispondenti a
-

circa il 10% del numero complessivo di Azioni B di AMCO da emettere, a fronte dell'annullamento di n. 13.758.840 Azioni Ordinarie di MPS dagli stessi possedute, corrispondenti a circa il 10% del numero complessivo di Azioni Ordinarie di MPS da annullare, il tutto in proporzione alle partecipazioni dagli stessi detenute in MPS e ferma restando la facoltà di esercitare l'Opzione Asimmetrica.

Pertanto, in funzione del Rapporto di Cambio e dei Rapporti di Distribuzione:

- 1) le Azioni B di AMCO saranno assegnate come segue (ferma restando la facoltà di esercizio dell'Opzione Asimmetrica da parte dei Soci di Minoranza di MPS):
 - a) n. 0,0638 Azioni B di AMCO al Socio di Maggioranza di MPS per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione;
 - b) n. 0,0152 Azioni B di AMCO a ciascuno dei Soci di Minoranza MPS (inclusa MPS in quanto titolare di azioni proprie) per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione;
- 2) le Azioni Ordinarie MPS saranno annullate come segue (ferma restando la facoltà di esercizio dell'Opzione Asimmetrica da parte dei Soci di Minoranza di MPS):
 - a) al Socio di Maggioranza di MPS saranno annullate n. 0,1595 Azioni Ordinarie MPS per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione;
 - b) a ciascuno dei Soci di Minoranza di MPS (inclusa MPS in quanto titolare di azioni proprie) saranno annullate n. 0,0380 Azioni Ordinarie MPS per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione.



Di seguito si riporta il grafico che rappresenta la situazione ante ed ex-post del Progetto appena descritto:

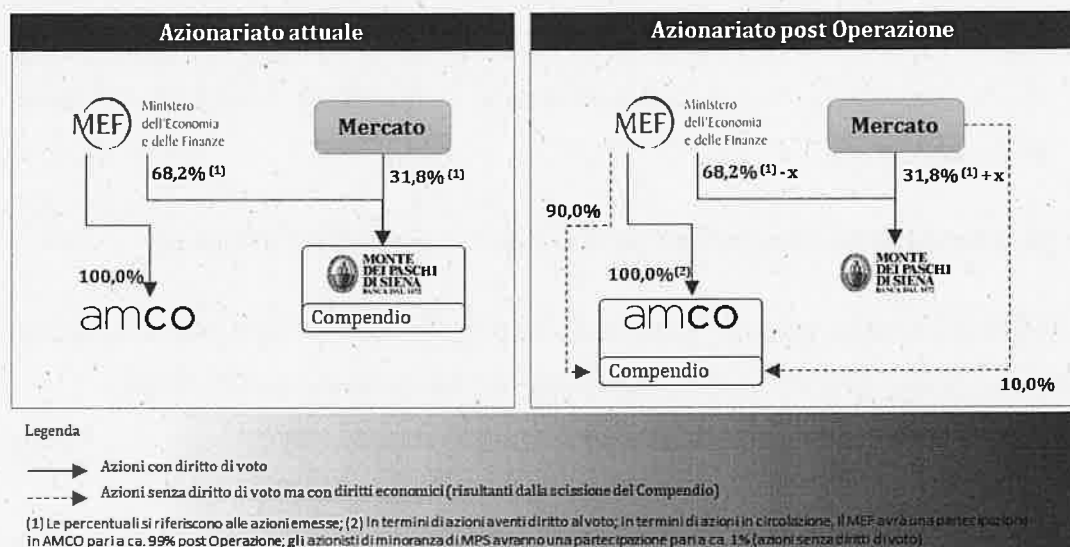


Figura 4 - Schematizzazione del Progetto (fonte AMCO)

7. NOTE METODOLOGICHE E LIMITI DEL PARERE DI CONGRUITA'

La presente Relazione – redatta ex art. 2501 sexies c.c. – ha lo scopo di illustrare ai Soci delle Società partecipanti alla scissione:

- 1) Il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto ed i valori risultanti dalla loro applicazione;
- 2) Le eventuali difficoltà di valutazione;
- 3) Il parere della scrivente Società di Revisione sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

A tale scopo non si è provveduto ad eseguire una autonoma valutazione delle due Società partecipanti alla scissione, né – tantomeno - si è provveduto a dare un parere sulla convenienza economica e/o strategica dell'operazione societaria, essendo di competenza degli Organi Amministrativi di ogni società affrontare suddetti argomenti e provvedere alla valutazione – essendone direttamente responsabili – del rapporto di cambio, nonché alla predisposizione – con l'ausilio degli Advisors finanziari e dei Consulenti legali nominati da ciascuna Parte – di tutta la documentazione contabile, legale ed economico-finanziaria necessaria per la valutazione in esame.

Inoltre la presente Relazione, e la conseguente valutazione nella stessa formulata e limitata al rapporto di cambio, non costituisce un parere né sui bilanci di esercizio e consolidati delle Società partecipanti alla scissione né sulle situazioni patrimoniali redatte dalle stesse ai fini della scissione e viene redatta nell'esclusivo interesse dei Soci delle Società partecipanti alla scissione, non risultando emessi ulteriori strumenti finanziari che consentano il diritto di voto.



Il ruolo dell'Esperto consiste nel fornire ai Soci un parere sulla congruità delle valutazioni effettuate dagli Organi Amministrativi esclusivamente con riferimento alla determinazione del rapporto di cambio ed a tal fine è limitata la responsabilità dell'Esperto, e per tale ragione nessun soggetto diverso dagli attuali azionisti potrà avvalersi della presente Relazione per assumere decisioni economiche in merito alle Società partecipanti alla scissione in parola.

Premesso quanto sopra, la scrivente Società di Revisione ha provveduto all'analisi dei metodi di valutazione adottati dalle Società partecipanti alla scissione, rilevando le criticità incontrate dalle stesse nonché dai Consulenti nominati procedendo – nei paragrafi che seguono – a fornire una breve illustrazione dei metodi di valutazione utilizzabili per poi valutare le scelte eseguite dagli Amministratori, fornendo infine una analisi del lavoro svolto ed il conseguente parere di congruità sul rapporto di cambio.

Le Parti hanno, altresì, dichiarato verbalmente – e confermano con l'accettazione della presente Relazione - che non sono intervenuti fatti di rilievo successivamente alla data di redazione delle situazioni patrimoniali di scissione.

8. I METODI DI VALUTAZIONE

I metodi per definire il valore d'azienda

La valutazione di un'azienda è il processo attraverso il quale un esperto giunge a formulare una motivata opinione in materia di valore o una conclusione in merito ad un valore. Il valore finale, ottenuto attraverso una sintesi dei risultati derivanti dalle analisi quantitative compiute, è influenzato dalle scelte relative ad ogni fase del processo svolto, che devono rispettare precisi requisiti⁶.

Esistono diverse metodologie per giungere alla determinazione del valore d'azienda. La valutazione d'azienda è infatti un processo complesso che può generare risultati differenti a seconda del metodo utilizzato o del soggetto che esegue la valutazione. Di conseguenza, per essere credibile, una valutazione deve essere svolta in un ambiente che promuove la trasparenza e minimizza l'influenza di ogni fattore estraneo al processo valutativo. Il giudizio deve essere espresso avuto riguardo allo scopo della valutazione, alla base di valore di riferimento e ad ogni altro presupposto applicabile alla valutazione.

39

I principali metodi di valutazione nell'ambito dei quali possono essere classificati i criteri di valutazione utilizzati nella prassi professionale si possono distinguere in:

- Patrimoniali;
- Redditali;
- Finanziari;
- Misti.

⁶ Principi Italiani di Valutazione (PIV) - 01/12/2014



Nel contest della prassi valutativa è molto frequenze anche l'utilizzo del criterio dei moltiplicatori, siano essi rappresentati da "multipli di borsa" o da "multipli di transazioni comparabili", suggeriti anche come metodi di controllo⁷.

Come già anticipato, la scelta del metodo più adeguato dipende sia dalla natura dell'attività svolta dall'azienda oggetto di stima, sia dalle finalità della valutazione, con particolare riguardo alle figure dei soggetti coinvolti nell'operazione. Di seguito verranno richiamati e illustrati brevemente i metodi di valutazione del valore economico di un'azienda precedentemente elencati.

I metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del patrimonio e si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono lo stato patrimoniale dell'azienda.

40

Ai fini della valutazione, il capitale netto contabile, determinato dalle scritture contabili, è rettificato adeguando le singole poste del suo patrimonio ai valori correnti di mercato; in sostanza, le attività sono valutate al presunto valore di realizzo od al costo attuale di riacquisto, mentre le passività, sono valutate secondo il presunto valore di estinzione.

La rielaborazione richiamata consente, di conseguenza, di rilevare il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale considerato nel suo insieme, ma valutato nelle singole parti che lo compongono con l'obiettivo di quantificare l'ammontare di capitale che un investitore dovrebbe impiegare per costituire un'impresa con la stessa composizione patrimoniale (attività e passività) di quella oggetto di valutazione.

⁷ "Principi Italiani di Valutazione" pg. 149 : *"fermo restando che nell'eventuale significativa divergenza non può essere superata con il semplice calcolo di una media ma solo approfondendo le analisi"*

Sotto il profilo operativo si procede quindi ad una "stima analitica a valori correnti di sostituzione":

- "Analitica" poiché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio aziendale;
- "A valori correnti" in quanto, direttamente o indirettamente, si basa sui valori correnti al momento;
- "Di sostituzione" poiché l'ipotesi di base è il riacquisto o la rinegoziazione degli elementi patrimoniali considerati.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono totalmente non presi in considerazione nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

41

I metodi patrimoniali puri

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

In questo caso il valore d'azienda (V) corrisponde al capitale netto rettificato determinato (K') come differenza tra le attività e le passività riespresse a valori correnti di sostituzione:

$$V = K'$$



Pertanto il punto di partenza è un'attenta analisi del bilancio e degli elementi contabili (revisione degli elementi contabili) cui segue un eventuale aggiornamento dei valori espressi sostituendoli con quelli derivanti dall'applicazione del costo di sostituzione (riespressione a valori correnti di sostituzione). Tuttavia, questo metodo non tiene affatto conto della redditività futura del complesso aziendale e non considera i cosiddetti *intangible assets* non autonomamente trasferibili, tra cui l'avviamento.

I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

- a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato "K" il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);
- b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di "K" sia il valore dei beni immateriali richiamati al punto a che precede), sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato, quali:
 - know how, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. privi cioè di un riscontro diretto.

42

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$V = K' + I$$

dove:

I indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *"going concern value"*, secondo la quale per costituire una azienda *"ex novo"* è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = i (K' + I)$$

in cui:

R = reddito atteso;

43

i (K' + I) = reddito congruo.

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella risultante dall'applicazione del metodo reddituale contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative. Pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale.

L'algoritmo di valutazione diventa il seguente:

$$V = (K' + I) + C.R.$$



dove:

V costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo patrimoniale complesso;

K' rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;

C.R. il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formula:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n (R_t - i_c K') / (1 + i)^t$$

- a) **(Rt - ic K')** rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
- b) **Rt** sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
- c) **Ke** è il tasso di congrua remunerazione del capitale;
- d) **i** è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovraredditi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale. Per ragioni prudenziali, in linea con quanto prescritto dalla più autorevole dottrina, nel caso in cui il confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto "congruo" evidenzia un sottoreddito (reddito atteso inferiore al reddito congruo), si dovrà fare ricorso, quale tasso di attualizzazione, al risk-free rate; nel caso, invece, in cui dal confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto "congruo" emerga l'esistenza di un sovrareddito (reddito atteso superiore al reddito congruo), si dovrà impiegare, quale tasso di attualizzazione, il costo del capitale proprio.
- e) **n** costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

I metodi reddituali

Con il metodo reddituale, il valore dell'azienda è determinato in funzione della sua capacità di produrre reddito. Il metodo, si basa sul rilievo che un'azienda ha un valore se, ed in quanto, produce un reddito.

In altri termini, l'obiettivo del metodo è valutare l'azienda quale complesso unitario, sulla base della relazione valore-redditività. Il valore dell'azienda è determinato mediante sommatoria del valore attuale dei redditi futuri attesi (R) derivanti dal complesso aziendale. In formula, si avrà:

$$V = \sum_{i=1}^n R/i$$

dove:

V è il valore dell'azienda;

R è il reddito medio prospettico;

i è il tasso di attualizzazione.

L'azienda viene quindi vista come un capitale investito che produce un dato reddito annuo costante per un periodo di tempo illimitato (rendita perpetua). Tuttavia, va considerato che:

- Il reddito d'impresa non è costante nel tempo, benché possa essere praticabile l'ipotesi di individuare un valore medio piuttosto prossimo alla realtà;
- La vita aziendale non è illimitata.

Pertanto, spesso, ipotizzare un reddito annuo costante e perpetuo non è verosimile, e quindi le rendite vengono solitamente suddivise in diversi orizzonti temporali. Per il



primo periodo, detto a previsione esplicita, i flussi vengono calcolati puntualmente. Detto periodo solitamente non eccede i 5 anni. Da un tempo "t" in poi si stima il *Terminal Value*, il cui valore attuale viene sommato al valore attuale dei flussi relativi al periodo a previsione esplicita. Al fine di stimare correttamente R è necessario compiere un complesso procedimento valutativo composto dalle seguenti fasi:

- *Analisi dei risultati della gestione passata*, tramite un attento e puntuale esame del conto economico di un congruo numero di esercizi precedenti, al fine di individuare, unitamente al risultato di ciascun esercizio, anche gli elementi che lo hanno influenzato. Inoltre, è comunque opportuna una revisione dei bilanci, onde svelare alterazioni dei risultati passati determinate da politiche di bilancio seguite dall'impresa, dalla normativa tributaria vigente nei diversi esercizi. Particolarmente importanti in detto processo sono la revisione delle quote di ammortamento, con eventuale rettifica del valore delle immobilizzazioni oltre alla revisione del magazzino.
- *Analisi delle prospettive future di gestione*, per mezzo del quale si cerca di individuare la congiuntura economica generale, unitamente all'evoluzione del mercato di riferimento dell'azienda e al suo posizionamento nello stesso. Un utile ausilio, in merito, può giungere dai budget o dai piani pluriennali redatti dall'azienda, ove questi siano ritenuti attendibili e realistici.
- *Redazione di un conto economico prospettico*, tramite cui determinare la redditività futura del complesso aziendale.

La complessità del procedimento sopra descritto, comporta che spesso la determinazione di "R" sia affidata a metodi empirici ed esso venga assunto uguale ad una media del reddito normalizzato conseguito nel passato e di quello previsto dal budget aziendale per il futuro. È tuttavia il "tasso di capitalizzazione" (i) a rappresentare il principale punto critico di questo metodo di valutazione. Questo si determina

sommando al tasso di rendimento risk free (ossia quello per investimento a rischio nullo, quali i titoli di stato), una maggiorazione per il rischio d'impresa assunto e una maggiorazione per la difficoltà di smobilizzo degli investimenti. I metodi reddituali, al contrario di quelli patrimoniali, forniscono una stima del valore aziendale unica e omnicomprensiva, nella quale l'avviamento è stimato in maniera indiretta.

I metodi finanziari

Il metodo finanziario prevede che il valore d'azienda sia pari alla somma dei flussi monetari attualizzati che l'investitore potrà incassare in futuro, sommati al "valore" cui l'investitore potrà cedere l'azienda qualora decidesse di smobilizzare il capitale.

Le valutazioni basate sul modello finanziario comprendono il *dividend discount model* (DDM), il quale prevede l'attualizzazione dei dividendi, e il *Discounted cash flow* (DCF), nelle due varianti *asset side* ed *equity side*. Il modello finanziario prevede che qualora le entrate siano maggiori delle uscite, il flusso è positivo e pertanto l'azienda crea valore ed è quindi in grado, tramite il suo ciclo gestionale, di generare un beneficio. Il valore di un'azienda si basa quindi sulla sua capacità di produrre liquidità:

- Per remunerare gli investitori;
- Per garantire autofinanziamento e nuovi investimenti.



I metodi finanziari - il Discounted Cash flow (DCF)

Le valutazioni basate sui flussi finanziari sono le più utilizzate e promosse dalla comunità finanziaria internazionale⁸: in virtù della maggiore enfasi attribuita alla stima dei tempi delle spese e dei loro ritorni, esprimono una grandezza di valore più conforme alle esigenze informative degli operatori dei mercati dei capitali.

Come già anticipato, i metodi valutativi basati sui flussi, economici o di cassa, possiedono approcci alternativi di stima del valore:

- 1) Un approccio levered (o equity side), qualora l'intenzione sia calcolare il valore netto di un investimento, dopo aver remunerato anche l'eventuale capitale preso a prestito da terzi;
- 2) Un approccio unlevered (o asset side), quando "il primo" obiettivo è la stima del valore prodotto dal rendimento dell'investimento, al lordo della remunerazione richiesta dai vari finanziatori⁹.

48

La differenza tra i due approcci consiste nel fatto che il metodo *unlevered* (discounted cash flow) consente di determinare direttamente il valore del capitale operativo. Il valore del capitale netto dell'impresa viene poi ottenuto sottraendo da tale valore l'indebitamento finanziario e gli eventuali assets. Il metodo basato sul flusso netto

⁸ Insieme al metodo EVA e a quello dei multipli di mercato: "Il metodo del Discounted Cash Flow è riconosciuto come il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore", Borsa Italiana, op. cit., pag.8.

⁹ In una seconda fase, a seconda degli obiettivi perseguiti con la valutazione, può essere calcolato e poi sottratto il valore della posizione finanziaria netta, così da ottenere il valore dell'equity seguendo un approccio unlevered. In fase di valutazione aziendale, una variante al canonico approccio del DCF asset side, è dato dall'APV (Adjusted Present Value): il debito e lo scudo fiscale sono determinati singolarmente e separatamente. Luehrman (1997), op. cit.

spettante agli azionisti (*levered*) porta invece alla determinazione direttamente del valore del capitale netto.¹⁰

La formula generale di valore (comprensiva del tasso di sconto che, parametrato al rischio dell'investimento e all'approccio valutativo seguito (*levered o unlevered*), permette di attualizzare, omogenizzare e sommare valori che, riferendosi a periodi temporali diversi, non risulterebbero altrimenti comparabili) è la seguente:

$$V = \sum_{i=1}^n FC_i \times v_i$$

dove

V è il valore ricercato (*levered o unlevered*),

FC_i è il flusso (*levered o unlevered*) atteso al tempo i ,

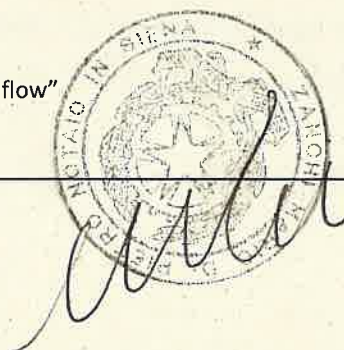
v_i è il coefficiente di sconto (costruito diversamente a seconda che il flusso sia *levered o unlevered*) applicato al flusso i -esimo.

49

L'attendibilità e la qualità delle valutazioni dipendono principalmente dalla ragionevolezza delle ipotesi assunte nella costruzione dei piani prospettici, da cui, poi, l'esperto ricava i flussi utili a fini valutativi.

I flussi, secondo l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV), dovrebbero essere quelli medi attesi e non i valori desumibili dallo scenario più probabile, ciò impone un'analisi di tipo probabilistico.

¹⁰ Borsa Italiana – articolo su “Il metodo DCF - Discounted cash flow”



Nell'approccio asset side, i flussi considerati sono quelli operativi e si originano in base alle scelte effettuate dall'organo di governo in merito alla gestione del capitale immobilizzato e di quello circolante; detti flussi sono denominati *free cash flow from operations* (FCFO) e costituiscono i flussi unlevered della società, ossia quelli disponibili per azionisti e creditori. Il valore del capitale economico è determinato attualizzando i flussi prospettici al netto del debito (D).

FREE CASH FLOW OPERATIVO

Risultato Operativo (Ebit)

- Imposte sul risultato operativo

**= Risultato operativo al netto delle
imposte specifiche (Nopat)**

+ ammortamenti

+ svalutazioni, accantonamenti ed altri costi
non monetari**= Autofinanziamento netto**+/- variazioni negative/positive del capitale
circolante (CCN)

- Variazione dei fondi

= Flusso di Cassa operativo corrente

- Investimenti in capitale fisso

+ Disinvestimenti in capitale fisso

**= Flusso di cassa operativo netto (Free
cash flow operativo)**

I Principi Italiani di valutazione (PIV) forniscono una definizione di tasso di attualizzazione: *"I tassi di sconto, o di attualizzazione, nelle valutazioni hanno la funzione di trasformare flussi di cassa (cash flow) esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il principio base è che ricevere uno specifico*

flusso di cassa a una specifica data futura è equivalente a ricevere il valore attuale del flusso di cassa alla data di valutazione^{11 12}

I Principi Italiani di valutazione (PIV) indicano il WACC (*weighted average cost of capital*) come metodo per l'attualizzazione dei flussi unlevered¹³ (ovvero per l'elaborazione del valore economico con il *Discounted Cash Flow* secondo un approccio *Asset Side*).

La formula di base del WACC prevede che il costo del capitale sia dato dalla media ponderata del costo delle fonti di finanziamento:

$$WACC = K_d * \frac{D}{D+E} * (1-t) + K_e * \frac{E}{D+E}$$

51

dove:

K_d è il costo del capitale di terzi o cost of debt

K_e è il costo del capitale proprio o cost of equity

K_d x (1-t) è costo del capitale di debito al netto della fiscalità

D è la posizione finanziaria netta

E è il valore di mercato del patrimonio netto o Equity

¹¹ PIV, pag. 61.

¹² i PIV si riferiscono ai "flussi di cassa" nell'introdurre il concetto di attualizzazione. Tuttavia, è importante sottolineare che tale concetto è applicabile in linea generale a qualsiasi tipologia flusso (anche reddituale). - Guida operativa ai P.I.V.: applicazione pratica e responsabilità del professionista - pag 90- Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze

¹³ Guida operativa ai P.I.V.: applicazione pratica e responsabilità del professionista - pag 96- Centro Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze

E/(D+E) è la percentuale del capitale proprio sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);

D/(D+E) è la percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito).

Determinate tutte le variabili necessarie, la formula generale può essere riespressa nella seguente maniera:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCFO_i}{(1+K)^i} + \frac{TV}{(1+K)^n} - PFN$$

dove:

FCFO_i sono i flussi di cassa operativi attesi nell'anno i-esimo del periodo di previsione esplicita;

52

K è il tasso di attualizzazione, espresso come costo medio ponderato del capitale (WACC);

n è il numero di anni di previsione esplicita;

TV è il Valore terminale (Terminal Value) attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da n+1 in poi, ovvero il valore residuo dell'investimento alla fine del periodo di previsione esplicita.

PFN è la posizione finanziaria netta;

La posizione finanziaria netta è calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto della cassa e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente

liquidabili. Laddove possibile (per esempio in caso di obbligazioni quotate), i debiti dovrebbero essere espressi a valori di mercato.¹⁴

Passando ora alla variante *equity side* del DCF, la stima del Valore economico avviene mediante l'attualizzazione dei Free Cash Flows to Equity (FCFE) prospettici al costo dell'equity (Ke). Detti flussi costituiscono i flussi levered della società ossia quelli disponibili esclusivamente per gli azionisti.

I FCFE possono essere così determinati:

FREE CASH FLOW TO EQUITY

Free cash flow operativo

Interessi passivi e altri oneri finanziari

- Pagamento dividendi
- + Proventi finanziario
- + negoziazione nuovi debiti
- Rimborso debiti a scadenza
- + aumenti capitale sociale a pagamento

= Rimborsi capitale sociale

53

La determinazione dei FCFE richiede quindi di stimare – oltre agli investimenti in capitale fisso e capitale circolante così come previsto anche per il calcolo dei flussi di cassa operativi dai metodi finanziari asset side – anche la movimentazione che caratterizzerà il debito dell'impresa durante l'orizzonte temporale di previsione.

¹⁴ "Guida alla valutazione" – Borsa Italiana

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) è il modello principe per la stima del costo dei mezzi propri¹⁵ (ke).

L'equazione per la stima del costo del capitale proprio, attraverso il CAPM, è meglio conosciuta in letteratura con il nome di Security Market Line (SML):

$$CAPM (Ke) = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

dove:

R_f è il tasso risk-free

β è una misura di rischio sistematico dell'attività da valutare

(R_m - R_f) è il premio per il rischio del portafoglio di mercato, dove è il rendimento atteso del portafoglio di mercato.

54

Le formule valutative a cui far ricorso sono quelle di seguito riportate:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1 + Ke)^i} + \frac{TV}{(1 + Ke)^n}$$

Dove:

FCFE_i sono i flussi di cassa potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'anno i-esimo del periodo di previsione analitica

Ke è il costo del capitale proprio o cost of equity

¹⁵ Si ricorda che tale modello non è l'unico esistente a disposizione.

n è il numero di anni di previsione esplicita;

TV è il Valore terminale (Terminal Value) attualizzato dell'azienda, corrispondente al valore attuale dei flussi relativi agli anni da $n+1$ in poi, ovvero il valore residuo dell'investimento alla fine del periodo di previsione esplicita.

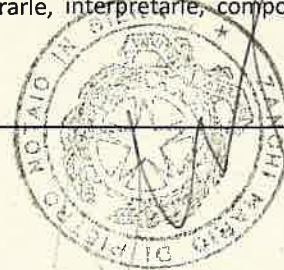
Indipendentemente dall'approccio seguito (equity o asset side), la stima del valore terminale risulta critica soprattutto quando costituisce una porzione preponderante del valore aziendale determinato.

Nell'ambito dei metodi DCF, sopra illustrati, il valore dell'attività oggetto di valutazione si ottiene trasformando la sequenza di flussi futuri che è in grado di generare in un unico importo equivalente esigibile alla data di valutazione. All'interno di tale processo, definito appunto attualizzazione, il tasso di sconto è l'elemento fondamentale.

55

Infatti, la redazione degli schemi contabili, la costruzione dei flussi di valore e l'applicazione delle formule valutative, sono processi tecnici che non riservano particolari difficoltà una volta definite e validate le assumptions di base del piano di business. Sono perciò le decisioni sui tassi di sconto, sugli investimenti, sui prezzi e ricavi, sui tassi di inflazione ecc., a influenzare la bontà delle valutazioni svolte dall'esperto. Per questa ragione, la dottrina sulla valutazione d'azienda ha sempre sollecitato attenzione e metodo nelle analisi da svolgere sui piani prospettici aziendali in modo da verificarne la coerenza e la realistica delle assumptions di base¹⁶.

¹⁶ Cfr. Guatri-Bini, op. cit., pag. 52 e ss. Gli autori sottolineano l'importanza di disporre di una base informativa su cui avviare un'analisi fondamentale: "Il processo valutativo non può fare a meno né dell'una né dell'altra: infatti, anche la più ampia e accurata base informativa sarebbe una massa inerte di dati e di notizie se l'analisi fondamentale non sapesse organizzare le informazioni, selezionarle, elaborarle, interpretarle, comporre eventuali contraddizioni, contenere le incertezze e stimarne la credibilità".

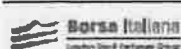


Di seguito si propone un'esposizione grafica dell'argomento trattato al fine di semplificare i principali concetti:



Figura 5 – Scheda sinottica metodi finanziari

Questi metodi di valutazione hanno un'indubbia base razionale, in quanto considerano le logiche di investimento di un soggetto, che a fronte di un esborso immediato, si attende di incassare una serie di flussi finanziari in futuro. A tale vantaggio teorico, i metodi finanziari oppongono però difficoltà di ordine pratico, relativa alla determinazione delle variabili considerate. Di seguito si inserisce a titolo esemplificativo una tabella elaborata da Borsa Italiana rappresentativa dell'intero procedimento valutativo (Figura 6):



IL METODO DISCOUNTED CASH FLOW

► Come funziona

È basato sulla determinazione del valore attuale dei flussi di cassa attesi da una specifica attività

$$\text{VALORE DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI} = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

Flusso di cassa
Tasso di sconto

$$\text{VALORE DELL'AZIENDA} = \text{VALORE DEI FLUSSI DI CASSA ATTUALIZZATI} + \text{Posizione finanziaria netta} + \text{Assets}$$

► Determinazione dei flussi di cassa

FLUSSI LEVERED (disponibili agli azionisti)

- Utile netto
- +/- Variazione capitale fisso e circolante
- +/- Variazione TFR
- +/- Versamenti o rimborsi di capitale
- +/- Accensione o estinzione finanziamento

FLUSSI UNLEVERED (disponibili per gli azionisti e i creditori)

- Risultato operativo (Ebit)
- imposte sul reddito operativo
- + ammortamenti e accantonamenti
- +/- variazione capitale fisso e circolante

TASSI
DI ATTUALIZZAZIONE
DA APPLICARE

CAPM (Capital asset pricing model)

Costo del capitale proprio. Coincide con il rendimento richiesto dagli investitori

WACC (Weighted average cost of capital)

Media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento utilizzate dall'azienda (debiti, capitale azionario...)

CONFIRMATI.IT

Figura 6 - Discounted cash flow

I metodi finanziari - il Dividend Discount Model (DDM)

Un ulteriore metodo finanziario è il *dividend discount model* (DDM). Questo metodo prevede che la valutazione del complesso aziendale sia pari al valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro per gli azionisti, ipotizzati pari al flusso dei dividendi distribuibili mantenendo una struttura patrimoniale adeguata (in base alla normativa vigente) e considerando la necessità di sostenere lo sviluppo futuro atteso¹⁷. Questo metodo è generalmente utilizzato per le valutazioni di singoli titoli azionari di società apprezzate sul mercato proprio in ragione della politica adottata in merito ai dividendi o per imprese che svolgono attività bancaria. Difficilmente tale metodo è utilizzato per la valutazione d'azienda o rami di essa. Di seguito si riporta la formula per il calcolo del Valore Economico dell'azienda secondo il metodo del DDM, con flusso illimitato di dividendi.

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

58

Tuttavia, nella maggior parte dei casi, si è soliti prevedere i dividendi solamente per un più breve tempo t e il valore di uscita dell'investimento o valore finale al tempo t pari a V .

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

¹⁷ Borsa Italiana: "Guida alla valutazione" - pg.32

dove:

V = valore economico della banca;

D_t = dividendo annuo massimo distribuibile;

n = numero di anni di proiezione analitica;

K_e = tasso di attualizzazione dei dividendi, espressivo del costo del capitale proprio dell'azienda;

g = tasso di crescita perpetua del dividendo distribuibile a partire dall'anno $n+1$.

Tra i modelli più adottati nella valutazione va sicuramente citato il Dividend Discount Model (DDM) adottato nella variante dell'excess capital¹⁸. Questo si basa sull'ipotesi che il valore economico sia pari al valore attuale dei flussi di dividendi che si stima un'azienda potrà generare, senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere tale sviluppo futuro.

59

Più nel dettaglio, il valore di un'impresa sarà pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri in un certo orizzonte temporale e distribuibili agli azionisti nel rispetto di un vincolo minimo di patrimonializzazione definito e del valore attuale del «Terminal value» dell'impresa, stimato sulla base di un flusso di cassa (leggasi: dividendo) distribuibile normalizzato, economicamente sostenibile e coerente con un pay-out ratio (rapporto dividendo/utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile.

¹⁸ "La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari" – Michele Rutigliano (Prima Edizione: marzo 2018)



In formule:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n}$$

dove:

V = valore economico dell'impresa finanziaria;

D_t = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t-esimo di previsione

n = numero di anni di previsione dei flussi di dividendo;

TV = Terminal Value, cioè il valore della società nell'anno finale (n) del periodo di previsione;

60

K_e = tasso di sconto, pari al costo del capitale (*cost of equity*).

In termini procedurali, si tratta quindi di:

1. identificare/stimare i dividendi distribuibili in un certo orizzonte temporale (sotto il vincolo di un dato livello di patrimonializzazione);
2. determinare il tasso di sconto *K_e* e il tasso di crescita *g*;
3. calcolare i valori attuali dei dividendi e del Terminal Value.

Il tasso di sconto è il rendimento che gli investitori qualificati richiedono per investimenti con profilo di rischio comparabile (*cost of equity*).

Comunemente è stimato utilizzando il Capital Asset Pricing Model (CAPM) e dunque con la formula:

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

dove:

R_f = è il tasso free risk, normalmente approssimato dal rendimento del BTP a lungo termine, tale proxy incorpora il rischio paese ed ha un senso per valutazioni country-based, non per valutazioni di natura internazionale;

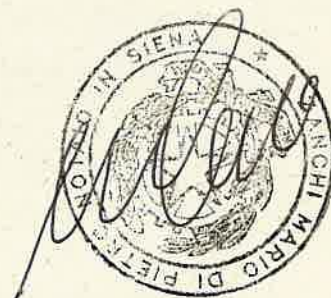
β = è il coefficiente di correlazione tra il rendimento del titolo dell'azienda oggetto di analisi e quello del mercato azionario di riferimento; normalmente si adotta, come prassi, il calcolo del Beta di un paniere di società italiane e/o europee quotate operanti nel settore dell'asset management;

$(R_m - R_f)$ = è il market risk premium, cioè il premio che un investitore qualificato richiederebbe per un investimento sul mercato azionario rispetto ad un analogo investimento in un asset privo di rischio.

61

Il Terminal Value è invece calcolato applicando al dividendo potenzialmente distribuibile al termine dell'orizzonte di stima la formula della rendita perpetua crescente secondo il fattore di crescita g .

Il valore finale dell'impresa è poi corretto per tener conto della presenza di riserve in eccesso distribuibili (excess capital). Tale elemento può non essere tenuto in considerazione laddove vi siano degli accordi circa la distribuzione delle riserve in eccesso prima dell'operazione a cui la valutazione è finalizzata.



I metodi misti

I metodi misti patrimoniali-reddittuali rappresentano una sintesi tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddittuali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddittuali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda/ramo d'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti ed, eventualmente, comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso. L'obiettivo è di esprimere il valore aziendale in funzione di patrimonio e reddito, in modo da individuare il valore più completo possibile.

Ai fini dell'applicazione di tale metodologia, occorre:

1. individuare i beni facenti parte del complesso aziendale;
2. stimare il valore corrente degli stessi e conseguentemente le rettifiche da apportare al valore contabile delle attività e passività iscritte nella situazione patrimoniale di riferimento. Al riguardo, si fa presente che gli asset a fecondità ripetuta dovranno essere valutati al valore corrente d'uso, i beni a fecondità semplice al valore di presunto realizzo e le passività al valore di presumibile estinzione;
3. verificare che la redditività implicita del complesso aziendale sia in linea con la remunerazione congrua del capitale in esso investito. In assenza di tale condizione, infatti, si deve apportare una correzione reddituale (positiva o negativa) al valore di natura patrimoniale in modo tale da apprezzare nella dovuta misura il goodwill/badwill aziendale.

Il metodo misto è applicabile alle aziende con forti dotazioni patrimoniali cui temporaneamente non corrisponde una capacità normale di reddito: il metodo

quantifica il valore legato a temporanee capacità di reddito differenziali rispetto alla norma, nella prospettiva di un ritorno a normali condizioni, mentre non si applica nelle operazioni di natura interna all'azienda quali acquisto di azioni proprie, cessione di beni ai soci, trasformazione, conferimento etc.

L'operatività, si basa essenzialmente su due metodi:

- a) metodo del valore medio;
- b) metodo della stima autonoma dell'avviamento.

Il metodo del valore medio, valuta l'azienda esprimendo la media aritmetica o ponderata dell'elemento reddituale e dell'elemento patrimoniale.

Mentre il metodo di stima autonoma dell'avviamento, valuta l'azienda attualizzando il sovra reddito (o profitto) ovvero mediante applicazione delle formule della rendita perpetua o a durata limitata, sommandole al valore del patrimonio netto rettificato.

63

La formula comunemente adottata è così rappresentata (secondo l'approccio cosiddetto equity side):

$$EV = K' + \sum_{i=1}^n \frac{R_i - r \times K}{(1 + k_e)^i}$$

dove:

K' è il capitale netto rettificato

k_e è il costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione del sovra-reddito);

R è il reddito netto atteso per il futuro;



r è il tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;

n è il numero definito e limitato di anni.

Il metodo delle valutazioni comparative di mercato

Le valutazioni comparative di mercato sono svolte trasferendo all'azienda esaminata i moltiplicatori («multipli» nel gergo degli operatori) desunti dai prezzi espressi dal mercato per realtà simili a quella della società oggetto di valutazione, avendo riguardo ad aspetti quali ad esempio: il settore di appartenenza e i modelli di business, la dimensione dell'azienda e la sua posizione nel ciclo di vita, la governance e il grado di trasparenza, la liquidità e la dinamica dei risultati, la struttura finanziaria¹⁹.

La similarità di queste condizioni agevola la ricerca dell'omogeneità, che tuttavia dovrebbe essere verificata direttamente con riguardo ai fattori determinanti (drivers) del valore, e cioè la redditività operativa e la sua volatilità; il capitale investito; la struttura finanziaria e i conseguenti effetti in termini di rischio; il costo del capitale; la crescita e la connessa espansione dell'investimento aggregato.

64

una volta individuati, i moltiplicatori, vengono applicati – con le opportune integrazioni - alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, affinché si possa stimare un intervallo di valori, qualora la società non sia quotata, o verificare se essi siano in linea con quelli espressi dal mercato, qualora sia negoziata sul mercato.

L'applicazione del metodo si articola nelle seguenti fasi:

¹⁹ L.Guatri, Victor Uvkmar. 2009-Egea "Linee guida per le Valutazioni economiche"

- Individuazione del campione di riferimento attraverso un'attenta selezione delle società quotate, relativamente alla loro effettiva comparabilità rispetto alla società da valutare. I moltiplicatori possono essere desunti dalle capitalizzazioni di Borsa di società confrontabili (comparable quoted companies) oppure da negoziazioni aventi per oggetto il capitale di società confrontabili (comparable transactions)²⁰.
- Scelta dei multipli da utilizzare per la valutazione con le opportune rettifiche e normalizzazioni;
- Applicazione dei multipli prescelti alle società campione;
- Identificazione dell'intervallo di valori dei multipli da applicare alla società oggetto di valutazione;
- Applicazione dei multipli alle quantità economiche, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

65

Il metodo dei multipli di mercato viene utilizzato maggiormente sia in ambito finanziario che per la valutazione di società operanti nel settore bancario, soprattutto come metodo di controllo, a supporto del metodo del metodo del DCF (Discounted Cash Flow).

I multipli più utilizzati sono:

- EV/EBIT: esprime il rapporto tra il valore di una società (Enterprise Value) e l'utile operativo (EBIT, ovvero Earnings before interest and taxes);
- EV/EBITDA: esprime il rapporto tra il valore di una società (Enterprise Value) e il margine operativo lordo (EBITDA, ovvero Earning before interest, taxes, depreciation and amortization);

²⁰ La prima fonte tende a prevalere nell'uso, per l'affidabilità dei dati e per l'omogeneità delle condizioni negoziali sottostanti; la seconda è caratterizzata da discontinuità nel tempo, da eterogeneità di situazioni e da incertezze nei dati.



- P/E: esprime il Rapporto tra la quotazione (Price) dell'azione di una società e gli utili per azione (Earnings);
- EV/SALES: esprime il rapporto tra il valore di una società (Enterprise Value) e il fatturato della stessa (sales);
- EV/FCFO: esprime il rapporto tra il valore di una società (Enterprise Value) e il flusso di cassa operativo (Cash Flow From Operations).

9. LA VALUTAZIONE ESEGUITA DAGLI AMMINISTRATORI ED IL RAPPORTO DI CAMBIO

Premesse

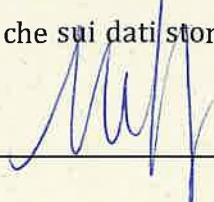
Gli Amministratori delle Società partecipanti alla scissione - Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. ed AMCO - Asset Management Company S.p.A.- si sono avvalsi ciascuna di un Advisor finanziario, ed esattamente MPS è stata assistita da Lazard S.r.l. (Lazard) ed AMCO da Equita SIM S.p.A. (Equita), sia per le valutazioni aziendali che per la definizione e la determinazione del rapporto di cambio delle azioni conseguente all'operazione societaria.

In particolare gli Advisors hanno provveduto a redigere ciascuno una propria relazione in ognuna della quali sono state eseguite 3 (tre) distinte valutazioni, per un totale complessivo di numero 6 valutazioni, in particolare:

- 1) Valutazione del Valore Economico del "Compendio" di MPS per il periodo intercorrente tra il 01/01/2020 ed il 31/12/2039;
- 2) Valutazione del Valore Economico di AMCO per il periodo intercorrente tra il 01/01/2019 ed il 31/12/2025;
- 3) Valutazione del Valore Economico di MPS "Ex - Compendio" per il periodo intercorrente tra il 01/01/2019 ed il 31/12/2024.

Occorre precisare che Equita SIM S.p.A. in accordo con gli amministratori di AMCO, ha svolto la valutazione sul Valore Economico MPS "Ex - Compendio" meramente a titolo informativo e comparativo, considerandola irrilevante per le decisioni di AMCO stessa nell'ambito dell'operazione e, pertanto, non è stata riportata nella presente Relazione.

Le suddette valutazioni sono state eseguite sulla base di tre distinti Documenti prospettici, oltre che sui dati storici consolidati al 31/12/2019, che gli Advisor hanno



considerato quali basi informative per la determinazione del Valore Economico e del rapporto di cambio (Figura 7).

Di seguito si riporta l'elenco dei dati economico-patrimoniali prospettici:

1) MPS:

- a) Dati Proiezioni economico-finanziarie per gli anni 2020 – 2039 del “Compendio” Scisso di MPS;
- b) Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2024 di MPS Ex-Compendio, approvati dal Consiglio di Amministrazione di MPS in data 29 giugno 2020;

2) AMCO:

- a) Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2025 di AMCO (“Dati Prospettici AMCO”), che verranno approvati dal Consiglio di Amministrazione di AMCO in data 29 giugno 2020, di AMCO - Asset Management Company S.p.A.

Per ognuno dei documenti prospettici sopra elencati e condivisi dalle Società partecipanti, gli Amministratori hanno provveduto alla determinazione di range di rapporti di cambio e conseguentemente alla determinazione del rapporto di cambio definitivo.

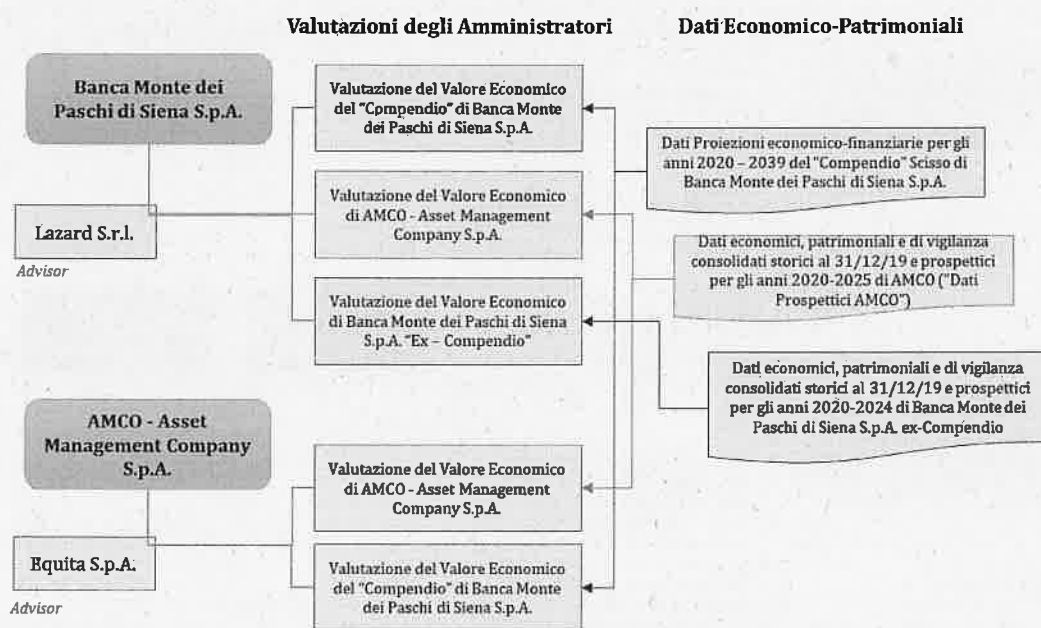


Figura 7 - Scheda sinottica delle valutazioni degli Advisors

Scelta del metodo di valutazione e breve nota metodologica sul metodo adottato dagli Amministratori

Il metodo valutativo utilizzato dagli Amministratori di entrambe le Società, assistiti dai rispettivi Advisors, è stato differenziato in base all'entità da valutare, nello specifico sono stati utilizzati i seguenti metodi (Figura 8):

1. Dividend Discount Model Excess Capital ("DDM") per la valutazione di AMCO e per la valutazione MPS "Ex - Compendio" (quest'ultima è stata esplicitata nel seguito della presente Relazione solo nell'ambito delle valutazioni degli Amministratori di MPS);
2. Discounted Cash Flow variante Equity Side (DCF) per la valutazione di MPS "Compendio".

[Firma]

[Firma]

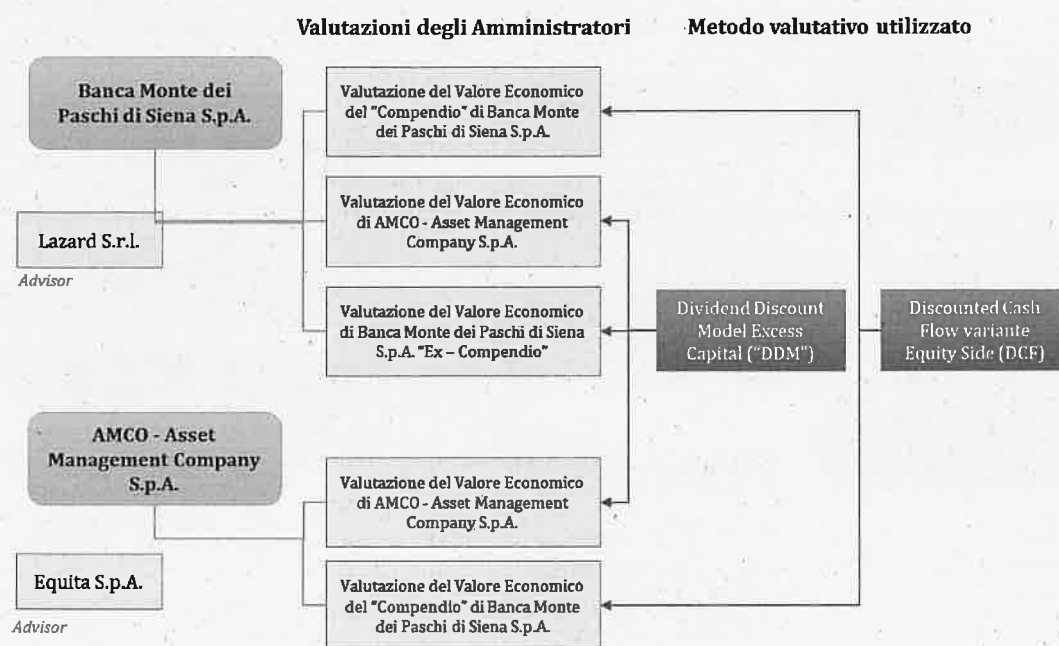


Figura 8 - Scheda sinottica dei metodi valutativi

Il Dividend Discount Model - *EXCESS CAPITAL*

Riepilogando brevemente, il metodo del Dividend Discount Model, nella variante dell'Excess Capital - già ampiamente illustrato nel paragrafo relativo ai "Metodi di Valutazione" - consiste nella stima del valore economico di un'azienda sulla base dell'attualizzazione del flusso dei dividendi futuri e del relativo Terminal Value, definito come valore residuo dell'investimento alla fine del periodo di previsione esplicita²¹. Di seguito si riporta la formula:

²¹ Guida Operativa ai Principi Italiani di Valutazione. Centro-Studi della Fondazione dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Firenze

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

Di conseguenza per ognuna delle società in valutazione gli Amministratori hanno definito le seguenti variabili, necessarie al fine della stima del Valore Economico (V):

- a. **Flussi di dividendo (D)**, elaborati in base al Piano aziendale redatto dal management delle aziende da valutare, esteso per il periodo temporale concordato con il management e relativa attualizzazione
- b. **Tasso di attualizzazione (Ke)**, utilizzato per trasformare flussi esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il tasso di attualizzazione utilizzato è il costo del capitale proprio, comprensivo di tutti i parametri di composizione.
- c. **Terminal Value (TV)**, ovvero il valore terminale residuo dell'azienda, al termine del periodo di previsione esplicita e relativa attualizzazione;
- d. **n**, numero degli anni di proiezione.

71

Tutte le variabili sopra riportate sono state valutate autonomamente dalle Società partecipanti con valori simili tra loro ma non uguali.

Il Discounted Cash Flow - EQUITY SIDE

Per quanto attiene al Discounted Cash Flow, nella sua accezione cd. Equity Side, la metodologia si basa sull'ipotesi che il valore di un'impresa sia pari al valore attuale dei flussi di cassa generati in futuro. Il suo valore economico è pertanto pari alla somma del valore dei flussi di cassa attesi attualizzati e di un valore terminale in base alla formula riportata di seguito:



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

Quindi, per la valutazione del Compendio di MPS, gli Amministratori hanno definito le seguenti variabili, necessarie al fine della stima del Valore Economico (V):

- a) **Flussi di cassa (FCFE)**, elaborati in base al Piano aziendale redatto dal management, esteso per il periodo temporale concordato con il management e relativa attualizzazione
- b) **Tasso di attualizzazione (Ke)**, utilizzato per trasformare flussi esigibili a date future in un importo, il valore attuale, esigibile alla data di valutazione. Il tasso di attualizzazione utilizzato è il costo del capitale proprio, comprensivo di tutti i parametri di composizione.
- c) **Terminal Value (TV)**, ovvero il valore terminale residuo dell'azienda, al termine del periodo di previsione esplicita, e relativa attualizzazione;
- d) **n**, numero degli anni di proiezione.

Anche nel caso della Valutazione del Compendio MPS tutte le variabili sopra riportate sono state valutate autonomamente dalle Società partecipanti con valori simili tra loro ma non uguali, così come piccole variazioni sono anche presenti nelle valutazioni dei Dati Economico-Patrimoniali prospettici di riferimento.

La valutazione eseguita dagli Amministratori

Applicando il metodo del Dividend Discount Model gli Amministratori delle Società, con il supporto dei rispettivi Advisors, sulla base dei valori inseriti nelle tabelle riportate nel

paragrafo precedente hanno valutato autonomamente i Valori Economici di entrambe le società.

Applicando il metodo del Discounted Free Cash Flow, nella sua accezione cd. Equity Side, gli Amministratori delle Società, congiuntamente ai rispettivi Advisors, hanno stimato autonomamente il Valore Economico del Compendio Scisso, ed esattamente:

1. MPS assistita da Lazard ha stimato il Valore Economico del "Compendio" scisso di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A sulla base dei Dati Economico-Patrimoniali prospettici 2020 - 2039.
2. AMCO assistita da Equita ha stimato l'Valore Economico del "Compendio" scisso di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A sulla base dei Dati Economico-Patrimoniali prospettici 2020 - 2039.

Suddette valutazioni sono riportate sulle Relazioni degli Amministratori - che recepiscono le Relazioni prodotte dai rispettivi Advisors - ed i relativi dati di dettaglio sono riportati di seguito.

73

Valutazioni degli Amministratori di MPS

Il Consiglio di Amministrazione di MPS, con il supporto dell'Advisor finanziario Lazard S.r.l., ha proceduto ad effettuare le valutazioni nell'ottica di esprimere una stima relativa dei valori degli stessi, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati.

Valutazione di AMCO



Di seguito viene sintetizzato l'iter di valutazione effettuato da MPS e Lazard dell'equity value di AMCO utilizzando i dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2025 sintetizzati nella medesima Relazione e provvedendo a calcolare le seguenti variabili:

- a) Flussi di dividendo, acquisiti direttamente dai Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2025 approvati dal Consiglio di Amministrazione di AMCO in data 29 giugno 2020.

Il calcolo dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo di previsione analitica è stato effettuato assumendo, al fine di individuare un livello minimo di patrimonializzazione ritenuto opportuno a supportare lo sviluppo futuro delle due società, un CET 1 Ratio minimo del 10% per AMCO.

- b) Tasso di attualizzazione "Ke", quantificato pari ad 9,5%, calcolato attraverso la seguente formula

74

$$K_e = R_f + \beta * (ERP)$$

dove

1. **Risk free rate (Rf)**: tasso di rendimento dei titoli privi di rischio, ovvero pari alla media a 3 mesi dei prezzi di chiusura del BTP a 10 anni;
2. **Equity Risk Premium (ERP)**: premio per il rischio tipico di investimenti azionari. Calcolato sulla base dell'ultima pubblicazione disponibile di Damodaran (ad Aprile 2020);
3. **Fattore Beta levered (β)**: calcolato su un paniere composto da soggetti che operano nel mercato del credit servicing;

- c) Terminal Value, che cattura il valore dei flussi oltre il periodo di previsione esplicita, è stato calcolato applicando il *Gordon Growth Model*, ossia come valore attuale dei futuri dividendi distribuibili secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{Dp(1 + g)}{(Ke - g)}$$

dove

Dp = dividendo annuo massimo distribuibile in perpetuo;

g = tasso di crescita di lungo periodo.

- d) Fattore g (PERPETUAL GROWTH), quantificato in un range tra 0,25% - 0,75%.

L'applicazione dei suddetti valori ha portato alla valutazione del Valore Economico di AMCO, il cui risultato è stato sottoposto a una *sensitivity analysis* al fine di verificarne le risultanze al variare dei principali parametri della stima (costo del capitale proprio e fattore g) all'interno di intervalli ragionevoli.²²

75

Valutazione di MPS Ex – Compendio

La valutazione è pervenuta alla definizione del Valore Economico di MPS Ex – Compendio utilizzando i dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2024 sintetizzati nella medesima Relazione e provvedendo a calcolare le seguenti variabili:

- a) Flussi di dividendo, acquisiti direttamente dai Dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2024. Il calcolo dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili

²² L'analisi di sensibilità appura l'effetto delle variazioni dei driver di valore sui flussi medi attesi.



nel periodo di previsione analitica è stato effettuato assumendo, al fine di individuare un livello minimo di patrimonializzazione ritenuto opportuno a supportare lo sviluppo futuro delle due società.

- b) Tasso di attualizzazione “Ke”, quantificato pari ad 8,8%, calcolato attraverso la seguente formula

$$Ke = Rf + \beta * (ERP)$$

dove

1. **Risk free rate (Rf)**: tasso di rendimento dei titoli privi di rischio; ovvero pari alla Media a 3 mesi dei prezzi di chiusura del BTP a 10 anni;
 2. **Equity Risk Premium (ERP)**: premio per il rischio tipico di investimenti azionari. Calcolato sulla base dell'ultima pubblicazione disponibile di Damodaran (ad Aprile 2020);
 3. **Fattore Beta levered (β)**: calcolato su un paniere composto da soggetti che operano nel mercato del credit servicing.
- c) Terminal Value, che cattura il valore dei flussi oltre il periodo di previsione esplicita, è stato calcolato applicando il *Gordon Growth Model*, ossia come valore attuale dei futuri dividendi distribuibili secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{Dp(1 + g)}{(Ke - g)}$$

dove:

Dp = dividendo annuo massimo distribuibile in perpetuo;

g = tasso di crescita di lungo periodo.

- d) Fattore g (PERPETUAL GROWTH), quantificato in un range tra 0,25% - 0,75%.

L'applicazione dei suddetti valori ha portato alla valutazione del Valore Economico di MPS "Ex Compendio" il cui risultato è stato sottoposto a una *sensitivity analysis* al fine di verificarne le risultanze al variare dei principali parametri della stima (costo del capitale proprio e fattore g) all'interno di intervalli ragionevoli.

Valutazione del "Compendio" MPS

La valutazione è stata eseguita utilizzando le proiezioni economico-finanziarie riportate nella medesima Relazione e provvedendo a calcolare le seguenti variabili:

1. Flussi di cassa acquisiti direttamente dalle Proiezioni del Compendio prodotte da MPS;
2. Ke, tasso di attualizzazione, quantificato pari ad 11,60%, secondo l'approccio del Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), attraverso la seguente formula:

77

$$Ke = Rf + \beta * (ERP)$$

dove

- **Rf** - Risk free rate: tasso di rendimento dei titoli privi di rischio; ovvero pari alla media a tre mesi dei prezzi di chiusura di un BTP decennale emesso dallo Stato Italiano;
- **ERP** - Equity Risk Premium: premio per il rischio tipico di investimenti azionari. Tale tasso è stato calcolato sulla base dell'ultima pubblicazione disponibile di Damodaran (ad Aprile 2020);
- **β** = Coefficiente Levered Beta: calcolato su un paniere composto da soggetti che operano nel mercato del credit servicing.



3. Terminal Value, che cattura il valore dei flussi oltre il periodo di previsione esplicita, secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{FCp(1 + g)}{(Ke - g)}$$

Sul valore assunto dal Terminal Value occorre precisare che Lazard ha ritenuto opportuno ipotizzare che il valore terminale fosse nullo in considerazione del fatto che l'entità a cui è stata applicata la metodologia DCF - il Compendio MPS - ha per sua natura una vita definita che si esaurisce al termine del workout dei crediti inclusi nel perimetro del Compendio stesso.

4. Costo del debito – Gli Amministratori con il supporto di Lazard hanno ritenuto necessario ipotizzare un costo del debito stimato ai fini valutativi in linea con le indicazioni ricevute in merito a tale parametro da parte delle banche finanziatrici.

L'applicazione dei suddetti valori ha portato alla valutazione del Valore Economico del "Compendio" MPS, il quale è stato sottoposto a un'analisi di sensibilità al fine di verificarne le risultanze al variare dei principali parametri di stima (costo del capitale proprio e costo a tendere delle passività del Compendio) all'interno di intervalli ragionevoli e predefiniti. In merito all'analisi in parola, si aggiunge che l'Advisor ha ipotizzato che tutti i flussi di cassa netti alla fine di ciascun anno vengano interamente utilizzati per il ripagamento del debito esistente.

Valutazioni degli Amministratori di AMCO

Il Consiglio di Amministrazione di AMCO, con il supporto dell'Advisor finanziario Equita SIM S.p.A., ha proceduto ad effettuare la valutazione del Compendio e di AMCO stessa nell'ottica di esprimere una stima relativa dei valori degli stessi, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati.

Valutazione di AMCO

Di seguito viene sintetizzato l'iter di valutazione sviluppato da AMCO ed Equita dell'equity value di AMCO stessa, utilizzando i dati economici, patrimoniali e di vigilanza consolidati storici al 31/12/2019 e prospettici per gli anni 2020-2025 sintetizzati nella medesima Relazione e provvedendo a calcolare le seguenti variabili:

79

- a) Flussi di dividendo - la stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nei periodi espliciti è stata effettuata nell'ipotesi che AMCO mantenga un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportarne lo sviluppo futuro e coerente con gli obiettivi di medio termine contenuti negli sviluppi economico-patrimoniali, identificato in un rapporto Common Equity Tier 1 su attività ponderate per il rischio pari al 10,0%.
- b) Tasso di attualizzazione (K_e), pari al costo del capitale (cost of equity) della società, quantificato pari ad 8,8%, calcolato attraverso la seguente formula

$$K_e = R_f + \beta * (ERP)$$

dove



1. **Risk free rate (Rf)**: tasso di rendimento di un investimento privo di rischio (risk free). Tenuto conto dell'intervallo temporale di riferimento, è stato assunto quale tasso privo di rischio il rendimento medio degli ultimi 12 mesi del BTP a 30 anni emesso dal Governo italiano;
 2. **Equity Risk Premium (ERP)**: il c.d. premio che un investitore qualificato richiede in caso di investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (risk premium). Tale premio al rischio è stato stimato anche sulla base di serie storiche di lungo periodo;
 3. **Fattore Beta levered (β)**: coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo e il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Il β misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato.
- c) Terminal Value, calcolato applicando al flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica la formula della rendita perpetua crescente secondo il fattore di crescita g secondo la seguente formula:

80

$$TV = \frac{Dn * (1 + g) * p}{(Ke - g)}$$

- d) Tasso g (PERPETUAL GROWTH), fattore di crescita stimato tra lo 0% e l'1,0%.

L'applicazione dei suddetti valori ha portato alla valutazione del Valore Economico di AMCO, il quale è stato sottoposto anch'esso a un'analisi di sensibilità (sensitivity analysis) al fine di verificarne le risultanze al variare dei principali parametri della stima (costo del capitale proprio " Ke " e fattore "Perpetual Growth") all'interno di intervalli ragionevoli.

Valutazione del "Compendio" MPS

La valutazione è stata eseguita utilizzando le proiezioni economico-finanziarie riportate nella medesima Relazione e provvedendo a calcolare le seguenti variabili:

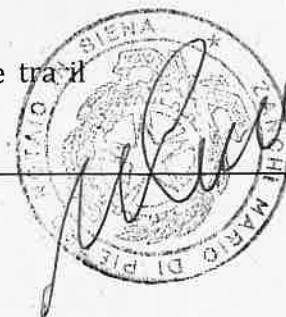
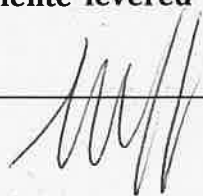
- a) **Flussi di cassa**, flusso di cassa potenzialmente distribuibile agli azionisti nell'anno t del periodo di previsione analitica;
- b) **Ke**, tasso di sconto, pari al costo del capitale (cost of equity) quantificato pari a 12%, calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), attraverso la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta * (ERP)$$

dove

81

- **Rf** - Risk free rate: tasso di rendimento di un investimento privo di rischio (risk free). Tenuto conto dell'intervallo temporale di riferimento, è stato assunto quale tasso privo di rischio il rendimento medio degli ultimi 12 mesi del Buono Poliennale del Tesoro ("BTP") a 30 anni emesso dal Governo Italiano;
- **ERP - Equity Risk Premium**: il c.d. premio che un investitore qualificato richiede in caso di investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (risk premium). Tale premio al rischio è stato stimato anche sulla base di serie storiche di lungo periodo;
- **β - coefficiente levered beta**, coefficiente di correlazione tra il



rendimento effettivo di un titolo e il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Il β misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato;

- c) **Terminal Value**, valore attuale di un cosiddetto “flusso terminale”, ossia il flusso di cassa medio normale atteso che la società sarà in grado di generare oltre l'orizzonte di previsione esplicita, secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{FCp(1 + g)}{(Ke - g)}$$

Considerando la vita utile definita del Compendio, occorre precisare che gli Amministratori di AMCO non hanno previsto nella valutazione dello stesso l'elemento del Terminal Value.

82

- d) **Costo del debito**, pari al tasso medio ponderato delle linee di finanziamento *unsecured bond*, in base alle Facilities disponibili.

Le valutazioni determinate applicando il DCF – Equity side sono state sottoposte ad analisi di sensitività al fine di valutare l'impatto sullo stesso di, tra l'altro, variazioni di ipotesi relative al Ke ed al tasso medio ponderato dei finanziamenti Unsecured Bond.

Valutazione del rapporto di cambio eseguita dagli Amministratori

Considerato tutto quanto sopra sintetizzato, gli Amministratori – assistiti dai propri Advisors - hanno definito il rapporto di cambio, e i relativi criteri di distribuzione, tra le

Azioni B della Beneficiaria AMCO da assegnarsi per ogni Azione Ordinaria di MPS che sarà oggetto di annullamento, rispetto al rapporto di cambio definito tra il valore di AMCO e il valore del Compendio MPS.

Valutazione MPS

Sulla base dei valori economici relativi ad AMCO ed al Compendio MPS il numero di azioni di nuova emissione da parte di AMCO è compreso tra circa 52 e 61 milioni. Dal lato di MPS, il numero di azioni da annullare in conseguenza della scissione è compreso tra circa 133 milioni e 143 milioni, con una media pari a 138 milioni. Di conseguenza, il range del rapporto di cambio è pari a:

Azioni di AMCO da assegnarsi per ogni azione di MPS che sarà oggetto di annullamento	RAPPORTO DI CAMBIO		
	#azioni per ogni azione MPS		
	MIN	MEDIA	MAX
	0,3669	0,4103	0,4537

Conseguentemente, considerato il criterio non proporzionale che prevede l'assegnazione del 90% delle Azioni B di AMCO al MEF e il restante 10% ai Soci di minoranza di MPS, Lazard nella propria relazione definisce il seguente criterio di assegnazione:



Azioni di Amco da emettere in favore degli azionisti mps	CRITERI DI DISTRIBUZIONE					
	di azioni per ogni azione MPS detenuta dall'azionista					
	IN FAVORE DEL MEF			IN FAVORE DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA		
	Min	Medio	Max	Min	Medio	Max
	0,0607	0,0654	0,0700	0,0145	0,0156	0,0167

Valutazione AMCO

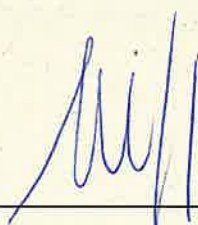
Sulla base dei valori economici relativi ad AMCO e al Compendio MPS il numero di azioni di nuova emissione da parte di AMCO è compreso tra circa 49 e 60 milioni. Dal lato di MPS, il numero di azioni da annullare in conseguenza della scissione è compreso tra circa 109 e 176 milioni, con una media pari a circa 136 milioni. Di conseguenza, il range del rapporto di cambio è pari a:

84

Azioni di AMCO da assegnarsi per ogni azione di MPS che sarà oggetto di annullamento	RAPPORTO DI CAMBIO		
	#azioni per ogni azione MPS		
	MIN	MEDIA	MAX
	0,343	0,399	0,448

Conseguentemente, considerato il criterio non proporzionale che prevede l'assegnazione del 90% delle Azioni B di AMCO al MEF e il restante 10% ai Soci di minoranza di MPS, AMCO definisce il seguente criterio di assegnazione:

Azioni di Amco da emettere in favore degli azionisti mps	CRITERI DI DISTRIBUZIONE					
	di azioni per ogni azione MPS detenuta dall'azionista					
	IN FAVORE DEL MEF			IN FAVORE DEGLI AZIONISTI DI MINORANZA		
	Min	Medio	Max	Min	Medio	Max
	0,056	0,063	0,070	0,013	0,015	0,017



10. LIMITI INCONTRATI DAGLI AMMINISTRATORI

Gli Amministratori di entrambe le Società partecipanti alla scissione hanno manifestato possibili limiti alla propria valutazione che sono stati riportati nella relazione degli Amministratori e nella relazione degli Advisor ed esattamente:

MPS:

- Sono state applicate metodologie basate sull'attualizzazione dei flussi per tutte le entità coinvolte nella Transazione, ma non è stato possibile applicare la stessa metodologia a tutte le entità coinvolte non essendo applicabile il DDM excess capital al Compendio né il DCF ad MPS ex-Compendio e, solo limitatamente ad AMCO
- La capitalizzazione minima richiesta ad AMCO è significativamente inferiore rispetto a quella richiesta dal Regolatore ad MPS
- Il costo del debito del Compendio è indicato nei termsheet di JPM e UBS per quanto riguarda i primi 18 / 24 mesi, mentre per il rifinanziamento successivo, non essendo tale dato già contrattualizzato, è stata utilizzata la migliore stima possibile indicata dalle due banche
- Nessuna attività di due diligence è stata intrapresa su AMCO né su MPS
- MPS detiene circa 36 milioni di azioni proprie in portafoglio; il piano di MPS ex-Compendio ipotizza la vendita di tali azioni nel 2021 e tale aspetto è quindi considerato nella valutazione di MPS ex-Compendio
- dati previsionali utilizzati presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni.
- In particolare, un deterioramento dello scenario economico attuale, anche legato all'emergenza COVID-19, potrebbe avere un impatto anche rilevante sulle analisi valutative effettuate

- La significativa volatilità del mercato registrata nei mesi recenti rende necessario l'utilizzo di opportune medie di parametri di mercato per la stima di alcuni parametri valutativi (ad esempio per la stima del tasso risk free da applicare al cost of equity)

AMCO:

- Le proiezioni economico – patrimoniali e di vigilanza utilizzate, sono state elaborate secondo criteri di ragionevolezza e riflettono le migliori stime e giudizi individuabili.
- I dati previsionali utilizzati presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni.
- Le analisi valutative sono state effettuate alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e/o non prevedibili (ad es. Nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali, ecc.).



11. IL PARERE SULLA CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Nel presente capitolo è rappresentato il risultato del lavoro svolto dalla scrivente Società di Revisione al fine di esprimere il parere sulla congruità del rapporto di cambio definito dagli Amministratori di AMCO S.p.A. e di MPS S.p.A..

A tal fine sono stati predisposti 4 paragrafi articolati come segue:

- 1) Adeguatezza del metodo di valutazione scelto e sua corretta applicazione;
- 2) Commenti di carattere generale;
- 3) Commenti sulle valutazioni eseguite dagli Amministratori;
- 4) Limiti specifici relativi alla formulazione del parere di congruità.

Per addivenire alle conclusioni finali della presente Relazione è stata svolta un'analisi completa di tutti i documenti messi a disposizione dalle Società e dai rispettivi Advisors e sono stati intrattenuti continui scambi documentali ed informativi con l'Alta Dirigenza di entrambe le Società – unitamente agli Advisors - con cui sono state discusse, approfondite e successivamente verificate direttamente:

88

- a) la metodologia di valutazione adottata e la sua corretta applicazione;
- b) la coerenza delle scelte eseguite nello sviluppo delle valutazioni;
- c) la correttezza nell'esecuzione dei calcoli matematici per le valutazioni eseguite dagli Amministratori;
- d) la corrispondenza dei valori utilizzati per le valutazioni con i dati di riferimento;
- e) la coerenza dei dati utilizzati per le valutazioni da entrambi gli Advisors.

Tutte le verifiche sopra elencate hanno consentito di esprimere il presente parere sulla congruità del rapporto di cambio a valle delle valutazioni che si riportano nei paragrafi che seguono.

Adeguatezza del metodo scelto e sua corretta applicazione

Gli Amministratori di entrambe le Società hanno optato – come già riportato nei paragrafi che precedono – per l'utilizzo del Discounted Cash Flow nella variante Equity Side per la valutazione del Valore Economico del Compendio MPS mentre hanno scelto il Dividend Discout Model nella variante Excess Capital per la stima del Valore Economico di AMCO e di MPS.

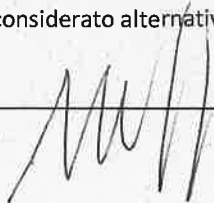
Premesso tutto quanto sopra, si riportano di seguito i commenti relativi alla scelta dei metodi valutativi ed alla loro applicazione, distinguendo i pareri di carattere generale da quelli di natura specifica e relativi ad ogni Società partecipante alla scissione.

Commenti di carattere generale

- a) La scelta del Discounted Cash Flow (Equity side) per la valutazione del Valore Economico del Compendio MPS unitamente alla scelta del DDM (Excess Capital) per la valutazione di AMCO e MPS devono essere ritenute coerenti ed adeguate alle esigenze valutative proprie del Progetto di Scissione presentato. Difatti il DDM è considerato una variante del Metodo DCF equity side²³, di conseguenza, soprattutto al fine della determinazione del rapporto di cambio, viene rispettata l'omogeneità dei criteri di stima nella valutazione delle entità complesse coinvolte nell'operazione, altrimenti non comparabili fra loro.
- b) Entrambi i metodi sono adottati sia nella migliore prassi professionale italiana che in quella internazionale e la loro adeguatezza per operazioni similari a quella in esame è ampiamente riconosciuta anche dalla dottrina, inoltre risultano idonei a valutare le entità partecipanti alla operazione societaria in considerazione della particolare attività svolta.

89

²³ I PIV rilevano la possibilità di utilizzare, come variante applicativa del DCF asset side, l'APV (Adjusted present value); mentre il DDM è considerato alternativo al DCF equity side.



- c). La scelta della metodologia DCF nella variante Equity Side tiene in considerazione la dinamica delle variabili finanziarie che sotto il profilo operativo, nella determinazione del valore delle imprese finanziarie, conduce sovente a preferirne l'utilizzo rispetto ai metodi asset side²⁴.
- d) Per quanto attiene esclusivamente alla scelta del DDM per la valutazione di AMCO e MPS, tale metodologia definisce il valore economico sulla base delle prospettive reddituali future tenuto conto anche della consistenza patrimoniale rispetto ai requisiti di vigilanza cui le entità in valutazione sono sottoposte. Di conseguenza, la sua applicazione è una prassi assolutamente condivisa e da tempo consolidata, per la valutazione di imprese del settore bancario e finanziario²⁵.
- e) Analogamente appare giustificata la scelta di non applicare più di una metodologia di valutazione considerato che la particolare natura del Compendio MPS non è paragonabile ad alcuna società, di conseguenza l'utilizzo di altre metodologie di valutazione comunemente usate nella prassi professionale non restituirebbe risultati significativi e con adeguate garanzie di affidabilità. La scelta del DCF (Equity Side), unita alla necessità imprescindibile di valorizzare l'omogeneità e la confrontabilità delle metodologie e dei risultati provenienti dalle valutazioni, non può che far confermare anche la scelta dell'utilizzo del DDM per la valutazione di AMCO e MPS "Ex-compendio", in considerazione anche del fatto che AMCO non ha le proprie azioni quotate in borsa.
- f) I risultati delle valutazioni eseguite dagli Amministratori delle due Società, assistiti dai rispettivi Advisors, all'interno degli intervalli di *sensitivity*, giungono sostanzialmente a valori simili, sebbene i range dei parametri utilizzati non siano comunque coincidenti.

²⁴ "La valutazione delle banche e degli altri intermediari finanziari" – Michele Rutigliano (Prima Edizione: marzo 2018)

²⁵ Borsa Italiana, nella propria guida, associa il metodo alla valutazione di imprese bancarie, op.cit., pag.32.

- g) In considerazione della complessità dell'operazione, i procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori di entrambe le Società hanno richiesto di acquisire un gran numero di informazioni di dettaglio a supporto delle Relazioni degli Advisors, sia per quanto attiene ai documenti relativi al Progetto di Scissione sia per le scelte effettuate sui parametri inseriti nelle elaborazioni.
- h) Sono state svolte analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) sui parametri utilizzati sia nella valutazione del Compendio MPS sia nelle valutazioni di AMCO e MPS "Ex-compendio".

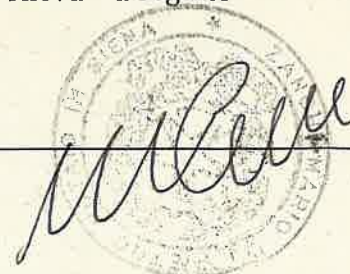
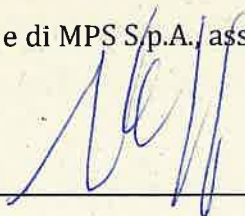
Le analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) svolte sul Compendio MPS hanno ipotizzato delle variazioni del costo del capitale proprio (K_e) e del costo del debito al fine di definire un range di Valori Economici che possono ritenersi coerenti tra le due Relazioni e ragionevoli.

Le analisi di sensibilità (*sensitivity analysis*) svolte nell'ambito della valutazione di AMCO e di MPS "Ex-Compendio" hanno ipotizzato delle variazioni del costo del capitale proprio (K_e) e del tasso di crescita (*perpetual growth*) al fine di definire dei range di Valori Economici che possono essere ritenuti coerenti tra le due Relazioni e ragionevoli.

- i) Equita ha inserito i risultati della valutazione di MPS "Ex-Compendio" in allegato alla propria Relazione, comunicando che gli stessi debbano essere considerati ai soli fini informativi.
- j) Tutte le valutazioni sono state eseguite prescindendo dalle future sinergie e/o economie di scala derivanti dalla scissione stessa.

Commenti sulle valutazioni eseguite dagli Amministratori

Relativamente alle valutazioni eseguite da parte degli Amministratori di AMCO S.p.A., assistiti da Equita SIM SpA., e di MPS S.p.A., assistiti da Lazard S.r.l., si rileva - a seguito



delle verifiche effettuate dalla scrivente Società di Revisione - quanto di seguito riportato:

- a) Si conferma quanto riportato nella sezione "Commenti di carattere generale";
- b) Entrambe le Relazioni predisposte dagli Amministratori assistiti dai propri Advisor - relativamente alle valutazioni di AMCO, del Compendio MPS e di MPS "Ex-Compendio" - sono state verificate dal punto di vista dello svolgimento dei procedimenti matematici necessari per addivenire alla valutazione sia del rapporto di cambio sia di attribuzione delle azioni;
- c) Dopo aver provveduto al ricalcolo delle operazioni svolte dagli Amministratori supportati dai rispettivi Advisor, si è potuto verificare sia la correttezza dei calcoli matematici sia la rispondenza dei range valutativi espressi da entrambe le Parti. Suddetti range sono stati confermati dalle valutazioni eseguite autonomamente dalla scrivente Società di Revisione e pertanto sono risultati congrui e coerenti;
- d) Con riferimento alla valutazione dei flussi di cassa si rileva che gli Amministratori giungono sostanzialmente a valutazioni similari la cui differenza non è apprezzabile ai fini del risultato finale.

92

Limiti specifici relativi alla formulazione del parere di congruità

Nel corso dello svolgimento dell'incarico non si sono riscontrate particolari difficoltà operative se non quelle legate alle tempistiche particolarmente ridotte per la redazione del presente parere.

Si evidenzia, altresì, che tutte le valutazioni eseguite dagli Amministratori e dagli Advisors si basano esclusivamente sui dati Economico Patrimoniali prospettici redatti dagli Amministratori di ciascuna Società e che per propria intrinseca natura contengono

dati previsionali la cui valutazione diviene più difficile all'aumentare del periodo temporale di riferimento, soprattutto in considerazione della valutazione del Compendio MPS avente un orizzonte temporale di 20 anni.

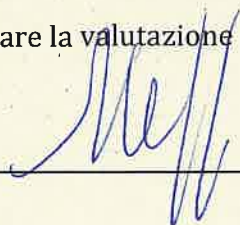
Nel caso di fattispecie, la valutazione del Compendio MPS, oltre al periodo di riferimento estremamente ampio, è relativa a un complesso di crediti NPE che amplia l'aleatorietà dei dati previsionali allo stesso riferibili, anche in considerazione dell'impossibilità di prevedere cambiamenti macroeconomici degli scenari di mercato. Per tali motivi potrebbe verificarsi che gli effettivi dati consuntivi non coincidano con i dati previsionali.

Si segnala altresì che il perfezionamento dell'operazione di Scissione è subordinato, oltre che all'approvazione da parte delle Assemblee straordinarie rispettivamente di AMCO e MPS, al perfezionamento della scissione di MPS Capital Services S.p.A. in Banca MPS S.p.A. oltre che al perfezionamento del prestito ponte concesso a MPS ("Finanziamento MPS") - del quale alla data di redazione della presente Relazione è stata fornita solamente una bozza preliminare - dal quale scaturiscono tutte le valutazioni relative al costo del debito utilizzate dagli Amministratori e dagli Advisor nelle proprie relazioni.

93

Con riferimento, invece, alla Relazione degli Amministratori di MPS, si rileva che la stessa è stata fornita in bozza senza i valori relativi ai rapporti di cambio ed all'annullamento delle azioni, i quali sono stati riportati nel verbale di CdA della stessa Banca del 29 giugno 2020.

Resta inteso che suddette subordinazioni sono una condizione indisponibile anche per la conferma del presente parere sulla congruità del rapporto di cambio e, in particolare, è necessario che il tasso relativo al Finanziamento MPS sia coerente con i tassi utilizzati al fine di poter confermare la valutazione dei flussi di cassa dagli stessi utilizzata.



Il CdA di AMCO comunica – così come conferma accettando la presente Relazione - che le valutazioni non tengono conto di eventuali accadimenti successivi alla data di riferimento delle analisi e che, comunque, alla data del presente documento, non sono intervenuti accadimenti successivi di rilievo rispetto alla data di riferimento delle predette analisi.

Il CdA di MPS comunica – così come conferma accettando la presente Relazione - che alla data della Relazione non si sono verificati eventi idonei ad alterare in modo significativo i risultati delle valutazioni.

12. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure di verifica sopra indicate, tenuto conto della natura e portata della presente Relazione, si ritiene che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori delle Società partecipanti alla scissione, con l'assistenza dei rispettivi Advisor, sia, nel caso di fattispecie, adeguato in quanto ragionevole e non arbitrario, e che lo stesso sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Rapporti di Cambio pari a numero 0,4 azioni di nuova emissione di Azioni B di AMCO da assegnarsi per ogni Azione Ordinaria MPS che sarà oggetto di annullamento, unitamente ai criteri di distribuzione definiti come segue:

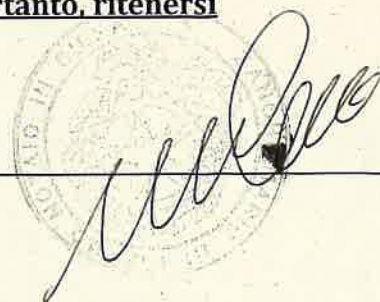
- a) n. 0,0638 Azioni B di AMCO al Socio di Maggioranza di MPS per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione;
- b) n. 0,0152 Azioni B di AMCO a ciascuno dei Soci di Minoranza MPS (inclusa MPS in quanto titolare di azioni proprie) per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione.

95

Le Azioni Ordinarie MPS saranno annullate come segue (ferma restando la facoltà di esercizio dell'Opzione Asimmetrica, come di seguito definita, da parte dei Soci di Minoranza di MPS):

- a) n. 0,1595 Azioni Ordinarie MPS annullate al Socio di Maggioranza di MPS per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione;
- b) n. 0,0380 Azioni Ordinarie MPS annullate a ciascuno dei Soci di Minoranza di MPS (inclusa MPS medesima in quanto titolare di azioni proprie) per ogni n. 1 Azione Ordinaria MPS posseduta prima della Data di Efficacia della Scissione.

Il rapporto di cambio determinato dagli Amministratori deve, pertanto, ritenersi congruo.



Roma, 29 giugno 2020

In fede

COVINO & Partners STP a r. l.



Dr. Gian Luca Covino
(Revisore Legale)