

**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON  
PARTI CORRELATE**

*predisposto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob n. 17221 e dell'art. 8 del "Regolamento per le operazioni con soggetti collegati e per l'assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati" di Banca Finnat S.p.A.*

**Operazione di acquisto di una partecipazione in InvestiRE Sgr S.p.A.**

Il presente documento informativo è messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Banca Finnat Euramerica S.p.A. in Roma Piazza del Gesù 49, sul sito internet della Società [www.bancafinnat.it](http://www.bancafinnat.it) sul meccanismo di stoccaggio autorizzato Emarket Storage/SDIR.

**18 gennaio 2021**

## INDICE

DEFINIZIONI.....	3
PREMESSA .....	5
1. AVVERTENZE.....	7
<b>1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione.</b> .....	7
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	9
<b>2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.</b> .....	9
<b>2.2. Parti correlate con cui il contratto di vendita è stato posto in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione.</b> .....	12
<b>2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Banca all'esecuzione dell'Operazione.</b> .....	14
<b>2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.</b> .....	15
<b>2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.</b> .....	28
<b>2.6. Incidenza dell'operazione di acquisto sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate.</b> .....	30
<b>2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Banca nell'operazione.</b> .....	30
<b>2.8. Iter di approvazione dell'Operazione.</b> .....	30
<b>2.9. Rilevanza dell'Operazione per via del cumulo previsto dall'art. 5, comma 2, del Regolamento OPC.</b> .....	32

## DEFINIZIONI

<b>Banca Finnat ovvero la Banca</b>	indica Banca Finnat Euramerica S.p.A., con sede in Piazza del Gesù 49 00186 Roma C.F. 00168220069.
<b>Comitato</b>	indica il comitato composto da amministratori indipendenti e non correlati di Banca Finnat Euramerica S.p.A. , competente in materia di operazioni con parti correlate ai sensi della Procedura OPC;
<b>Contratto di acquisto</b>	indica il contratto di acquisto da Covivio 7 SpA a Banca Finnat;
<b>Covivio</b>	indica Covivio 7 S.p.A., con sede in Milano, via Carlo Ottavio Cornaggia, 10, C.F. 09987840155;
<b>Documento Informativo</b>	indica il presente documento informativo; <hr/>
<b>ENPAF</b>	Indica ENPAF - Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza Farmacisti - Fondazione di diritto privato, con sede in Viale Pasteur n. 49, 00144, Roma, C.F. 80039550589;
<b>Esperto</b>	indica il Prof. Raffaele Trequattrini, Ordinario di Economia Aziendale, nell'università di Casino e del Lazio Meridionale, che, quale esperto indipendente ha rilasciato una

---

Fairness Opinion sulla partecipazione oggetto di acquisto in data 7 gennaio 2021.

**InvestiRE ovvero InvestiRE SGR**

Indica InvestiRE SGR SpA, con Sede legale in Roma, Via Po 16°, C.F. 06931761008;

**Operazione**

ha il significato di cui alla Premessa del presente Documento Informativo (come sopra definito);

**Regolamento Banca Finnat**

indica Regolamento per le operazioni con soggetti collegati e per l'assunzione di attività di rischio nei confronti di soggetti collegati adottato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. come da ultimo aggiornato in data 27 giugno 2019;

**Regolamento Emittenti**

indica il Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni;

**Regolamento OPC**

indica il Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modificazioni.

**TUF**

indica il D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modifiche.

---

## PREMESSA

Il presente documento informativo (il “Documento Informativo”) è stato predisposto da Banca Finnat ai sensi dell’art. 5 e in conformità allo schema di cui all’Allegato 4 del Regolamento OPC, nonché ai sensi dell’articolo 8 del Regolamento Banca Finnat.

Il Documento Informativo è stato redatto al fine di illustrare l’interesse della Banca e la convenienza della stessa, al compimento dell’operazione tra parti correlate (l’“Operazione”) consistente nell’acquisto di una partecipazione nella società InvestiRE SGR, posta in vendita da Covivio, da parte della Banca e la successiva collegata vendita a ENPAF di una quota della partecipazione acquistata.

InvestiRE SGR è società già attualmente controllata dalla Banca con una partecipazione pari al 50,16% del capitale sociale (di seguito, anche l’ “Operazione”).

In proposito, si precisa che, Covivio ha manifestato la volontà di cedere la propria partecipazione in InvestiRE SGR, corrispondente al 17,89% del capitale sociale (di seguito, la “Partecipazione”).

Al riguardo, Banca Finnat aveva ricevuto, già in data 3 settembre 2020, indicazione da Covivio di procedere a individuare uno o più soggetti che potessero essere interessati a rilevare la Partecipazione in questione. Tra i soggetti contattati, ENPAF, fin da subito, è stato individuato quale partner di rilevanza strategica per la SGR e per la Banca, interessato a rilevare tale partecipazione.

In un primo momento ENPAF, rispetto alla partecipazione posta in vendita da Covivio, aveva manifestato l’intenzione di rilevare una quota pari al 15,1% e Banca Finnat, di converso, si era resa disponibile a rilevare il restante 2,8%, alle medesime condizioni trattate da ENPAF, incrementando la sua partecipazione dal 50,16% al 52,96% del capitale. Tuttavia, all’esito delle negoziazioni condotte, Covivio ha deciso di non procedere al perfezionamento della vendita a ENPAF, ritenendo non accettabili alcune richieste di garanzie formulate da quest’ultima.

In considerazione di quanto precede, Banca Finnat ha quindi valutato la possibilità di acquisire l’intera Partecipazione posta in vendita da Covivio (di seguito “l’Acquisto”) per poi cedere a ENPAF una

quota della stessa Partecipazione, per una misura pari all'8,9%, riconoscendo a quest'ultima garanzie non dissimili da quelle che ENPAF aveva richiesto a Covivio

Sussiste infatti un patto parasociale, a cui, in data 24 settembre 2020, hanno aderito la maggioranza dei soci della InvestiRE SGR - tra cui Banca Finnat e Covivio - con il quale sono stati disciplinati gli obblighi e i diritti delle parti in tema di *governance* della società, prevedendosi in particolare che la nomina dell'Presidente e dell'Amministratore delegato spettino a Banca Finnat.

L'Operazione, ai sensi del Regolamento OPC, nonché del titolo V, capitolo 5 delle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche di cui alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2016 e conformemente al Regolamento Banca Finnat, è assoggettata alle regole previste per le operazioni con parti correlate in quanto Covivio è soggetto connesso alla parte correlata della Banca Investire SGR.

Covivio è soggetto connesso alla parte correlata della Banca Investire SGR in quanto, attraverso patto parasociale al quale aderisce anche la Banca, risulta uno dei soggetti controllanti di Investire SGR. Si applica quindi il punto 2 delle Definizioni di "soggetti connessi" contenute nella citata circolare Banca d'Italia.

In particolare, l'Operazione in esame integra un'Operazione di maggiore rilevanza, ai sensi dell'art. 7 e dell'Allegato 1 del Regolamento Banca Finnat, in quanto il prezzo di acquisto concordato per la partecipazione di Covivio è superiore al 5% del patrimonio netto di vigilanza al 30.06.2020, avuto riguardo all'indice di rilevanza del controvalore, come indicato dal Regolamento OPC.

\* \* \*

## 1. AVVERTENZE

### **1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione.**

Alla data di pubblicazione del Documento Informativo, Banca Finnat controlla InvestiRE ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1, cod. civ., detenendo complessive n. 7.409 azioni di InvestiRE rappresentative di circa il 50,16% del relativo capitale sociale (suddiviso in n. 14.770 azioni ordinarie), ed esercita sulla stessa attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e ss. cod. civ. Come sopra indicato, l'Operazione integra un'operazione con parte correlata di maggiore rilevanza, non ordinaria ai sensi e per gli effetti del Regolamento OPC, delle nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche di cui alla circolare della Banca d'Italia n. 263 del 27 dicembre 2016 e del Regolamento Banca Finnat, in quanto il prezzo di concordato per l'acquisto della partecipazione posta in vendita da Covivio 7 è superiore al 5% del patrimonio netto di vigilanza al 30.09.2020, avuto riguardo all'indice di rilevanza del controvalore, come indicato dal Regolamento OPC.

Nell'Operazione di cui al presente Documento Informativo non si ravvisano particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate, né rischi diversi da quelli usualmente connessi ad operazioni di analoga natura.

In attuazione del Regolamento Banca Finnat, il Comitato Rischi della Banca, organo cui sono affidate le funzioni del comitato per le operazioni con parti correlate come indicato nel Regolamento Banca Finnat (il "**Comitato**"), è stato chiamato ad esprimere, e in data 7 gennaio 2021 ha espresso all'unanimità, parere favorevole sull'interesse della Banca all'esecuzione dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo.

Il Comitato è stato coinvolto nella fase istruttoria della prospettata Operazione con congruo anticipo; ha ricevuto un flusso informativo completo e adeguato, che ha consentito al Comitato di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere e di svolgere compiutamente il proprio compito ai sensi e per gli effetti di quanto prescritto dall'art. 2391-bis del Codice Civile, dal Regolamento OPC e dal Regolamento Banca Finnat. Per maggiori dettagli sulla procedura espletata, si rinvia al successivo Paragrafo 2.8.

I componenti del Consiglio di Amministrazione della Banca in carica alla data del Documento Informativo sono: Carlo Carlevaris (Presidente Onorario), Flavia Mazzarella (Presidente indipendente), Leonardo Buonvino (Vice Presidente), Marco Tofanelli (Vice Presidente indipendente), Arturo Nattino (Amministratore Delegato e Direttore Generale), Ermanno Boffa (indipendente), Roberto Cusmai (indipendente), Giulia Nattino, Maria Sole Nattino, Lupo Rattazzi e Andreina Scognamiglio (quest'ultima indipendente). Il Comitato è composto dai seguenti amministratori indipendenti: Marco Tofanelli (Presidente), Ermanno Boffa e Roberto Cusmai.

Si rileva che:

- il dott. Marco Tofanelli riveste la carica di Vice Presidente e Consigliere indipendente di Banca Finnat e Consigliere indipendente di InvestiRE;
- il dott. Ermanno Boffa riveste la carica di Consigliere indipendente di Banca Finnat e di Consigliere di InvestiRE;
- il dott. Arturo Nattino detiene indirettamente il 21,675% del capitale sociale di Banca Finnat ed è altresì Presidente del Consiglio di Amministrazione di InvestiRE;
- la dott.ssa Giulia Nattino detiene indirettamente il 12% del capitale sociale di Banca Finnat;
- il dott. Giulio Bastia riveste la carica di Condirettore Generale e Dirigente Preposto di Banca Finnat, di membro del Comitato Esecutivo di InvestiRE e di Consigliere di InvestiRE;
- Il dott. Leonardo Buonvino riveste la carica di Consigliere di Banca Finnat e di InvestiRE.

\* \* \*



## 2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

### 2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.

#### 2.1.1 Descrizione dell'Operazione.

L'Operazione in esame verrà perfezionata mediante due contratti preliminari di compravendita, collegati, uno tra la Banca e Covivio, e l'altro tra la Banca ed ENPAF, aventi ad oggetto, rispettivamente, l'acquisto da parte della Banca della intera Partecipazione di Covivio e, di contro, l'immediata successiva vendita, da parte della Banca a ENPAF, di una quota della suddetta partecipazione. I predetti contratti preliminari prevedono che l'esecuzione degli impegni di compravendita mediante girate delle relative azioni verrà a compiersi all'avveramento delle condizioni sospensive contemplate dai contratti, mentre, per altro verso, l'acquisto da parte della Banca da Covivio è sottoposto alla condizione risolutiva dell'inadempimento da parte di ENPAF del proprio impegno di acquisto.

#### 2.1.2. Elementi essenziali del operazione

- (i) Il contratto preliminare tra la Banca e Covivio prevede l'impegno delle parti a vendere e ad acquistare l'intera Partecipazione detenuta da Covivio; la partecipazione è costituita da n. 2.643 (duemilaseicentoquarantatre) azioni complessivamente pari al 17,89% (diciassettevirgolaottantanove per cento) (la "Partecipazione") del capitale sociale della società InvestIRE S.p.A. SGR (la "Società").

Il corrispettivo per la vendita della Partecipazione alla Banca è pari alla somma di:

- a) € 11.500.000,97 (euro undici milioni e cinquecento mila\97) (di seguito il "Prezzo Fisso");  
b) eventuale importo variabile (a titolo di c.d. "Earn Out"), secondo i termini e le condizioni indicati in allegato al contratto (Allegato 2.1).
- (ii) Con riferimento specifico al prezzo per l'acquisto della Partecipazione, si rileva che lo stesso, sulla base delle intese intercorse, è stato determinato in misura massima pari a 13,3 milioni di euro, costituito da una quota fissa pari a 11,5 milioni di euro, oltre un eventuale importo differito a titolo di earn out, collegato al raggiungimento di determinati obiettivi di utile per gli esercizi 2021 e 2022.

(iii) Più specificamente, quale earn out, si prevede che, in aggiunta al prezzo fisso, Banca Finnat corrisponda a Covivio, i seguenti ulteriori importi, eventuali e differiti, a titolo di corrispettivo ulteriore per l'acquisto delle Azioni, subordinatamente alle condizioni di seguito dettagliate suddiviso per gli anni 2021 e 2022; il tutto entro il termine di 15 giorni lavorativi dall'approvazione dei relativi bilanci di esercizio:

### ANNO 2021

Alternativamente:

- a) Nel caso in cui l'Utile d'Esercizio risultante nel bilancio della InvestiRE chiuso al 31 dicembre 2021 ("Utile D'Esercizio 2021") sia inferiore a € 3.078.574,00 ("Floor 2021"), nessuna integrazione.
- b) Nel caso in cui l'Utile D'Esercizio 2021 sia compreso tra € 3.078.574,00 ("Floor 2021") e € 3.955.639,00 ("Mid Cap 2021"), un importo pari alla somma tra:
  - € 300.000,00 ("Earn Out 1");
  - un importo aggiuntivo variabile fino ad un massimo di € 300.000,00 ("Earn Out 2") determinato in misura pari al risultato della seguente formula

$$\text{Earn Out 2} = [(Utile\ D'Esercizio\ 2021 - Floor\ 2021) / (Mid\ Cap\ 2021 - Floor\ 2021)] \times €\ 300.000,00;$$

Nel caso in cui l'Utile D'Esercizio 2021 sia compreso tra a € 3.955.639,00 ed €

- 4.389.585,00 ("Cap 2021"), un importo pari alla somma tra:
- € 300.000,00 ("Earn Out 1");
- € 300.000,00 ("Earn Out 2");
- un importo aggiuntivo variabile fino ad un massimo di € 300.000,00 ("Earn Out 3") determinato in misura pari al risultato della seguente formula

$$\text{Earn Out 3} = [(Utile\ D'Esercizio\ 2021 - Mid\ Cap\ 2021) / (Cap\ 2021 - Mid\ Cap\ 2021)] \times €\ 300.000,00;$$

### ANNO 2022

Alternativamente:

- a) Nel caso in cui l'Utile D'Esercizio risultante nel bilancio della Investire chiuso al 31 dicembre 2022 ("Utile D'Esercizio 2022") sia inferiore a € 3.200.409,00 ("Floor 2022"), nessuna integrazione;
- b) Nel caso in cui l'Utile D'Esercizio 2022 sia compreso tra € 3.200.409,00 ("Floor 2022") ed € 4.257.513,00 ("Mid Cap 2022"), un importo pari alla somma tra:
  - € 300.000,00 ("Earn Out 4");
  - un importo aggiuntivo variabile fino ad un massimo di € 300.000,00 ("Earn Out 5") determinato in misura pari al risultato della seguente formula

$$\text{Earn Out 5} = [(\text{Utile D'Esercizio 2022} - \text{Floor 2022}) / (\text{Mid Cap 2022} - \text{Floor 2022})] \times € 300.000,00;$$

Nel caso in cui l'Utile D'Esercizio 2022 sia compreso tra € 4.257.513,00 e a € 4.599.643,00 ("Cap 2022"), un importo pari alla tra somma tra:

- € 300.000,00 ("Earn Out 4");
- € 300.000,00 ("Earn Out 5");

un aggiuntivo variabile fino ad un massimo di € 300.000,00 ("Earn Out 6") determinato in misura pari al risultato della seguente formula

$$\text{Earn Out 6} = [(\text{Utile D'Esercizio 2022} - \text{Mid Cap}) / (\text{Cap 2022} - \text{Mid Cap 2022})] \times € 300.000,00;$$

- (iv) il contratto prevede altresì che la determinazione del prezzo di Acquisto tenga conto del diritto dell'acquirente Banca Finnat di ottenere in proprio favore l'eventuale distribuzione dei dividendi relativi all'esercizio che si chiude al 31 dicembre 2020. Qualora, pertanto, per qualsivoglia ragione, detti dividendi fossero erogati, in tutto o in parte, a favore del Venditore, il Prezzo Fisso sarà da intendersi automaticamente ridotto di un importo pari alle somme al lordo degli oneri fiscali percepite dal Venditore.
- (v) il contratto preliminare tra la Banca e l'ENPAF prevede, a sua volta, la cessione all'Ente di una parte della Partecipazione, ossia il quantitativo di n.1315 azioni, corrispondenti al 8,9% del

capitale sociale della SGR; le condizioni di prezzo sono esattamente le stesse del contratto preliminare di acquisto tra BF e Covivio.

- (vi) Affinché effettivamente si realizzano gli obiettivi strategici della Banca e l'impegno finanziario non superi quello previsto per l'acquisto di una quota del capitale sociale di InvestiRE pari all'8,99%, l'acquisto delle azioni poste in vendita da Covivio si perfeziona soltanto laddove si perfezioni la vendita della quota a cui è interessata ENPAF. L'operazione è quindi strutturata in modo unitario, restando l'acquisto da parte della Banca subordinato all'effettivo acquisto della relativa quota da parte di ENPAF.

È infine previsto che ENPAF entri nel vigente patto parasociale tra i soci di InvestiRE SGR.

### 2.1.3. Condizioni sospensive e risolutive

Quali eventi dedotti come condizione sospensiva figurano tra gli altri:

- i)* la sottoscrizione da parte di ENPAF del preliminare di acquisto di una quota ammontante all'8,9% del capitale sociale della SGR;
- ii)* il rilascio del gradimento da parte del Consiglio di Amministrazione di SGR sull'acquirente ENPAF e
- iii)* il mancato esercizio della prelazione da parte degli altri soci di SGR, in relazione sia alla parte di azioni destinata alla Banca che alla parte di azioni destinata ad ENPAF.

Si prevede inoltre che l'acquisto della Partecipazione da parte della Banca in esecuzione del primo contratto preliminare sia sottoposto alla condizione risolutiva in caso verificato inadempimento da parte di ENPAF dell'obbligo di acquistare successivamente dalla Banca una quota del capitale sociale pari all'8,9%.

### **2.2. Parti correlate con cui il contratto di vendita è stato posto in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione.**

Alla data di pubblicazione del Documento Informativo:

- (i) Banca Finnat controlla InvestiRE ai sensi dell'art. 2359, comma 1, n. 1, cod. civ. detenendo una partecipazione rappresentativa del 50,16% del relativo capitale sociale, ed esercita sulla stessa attività di direzione e coordinamento ai sensi degli artt. 2497 e ss. cod. civ.;
- (ii) Covivio 7 S.p.A detiene una partecipazione in InvestiRE SGR S.p.A. costituita da n. 2.643 (duemilaseicentoquarantatre) azioni complessivamente pari al 17,89% (diciassettevirgolaottantanove per cento) del capitale sociale della società InvestiRE S.p.A. SGR (la "Società").
- (iii) Banca Finnat e Covivio, in data 24 settembre 2020, hanno entrambe aderito ad un patto parasociale, insieme alla maggioranza dei soci della InvestiRE SGR con il quale sono stati disciplinati gli obblighi e i diritti delle parti in tema di *governance* della società, prevedendosi in particolare che la nomina del Presidente e dell'Amministratore delegato spettino a Banca Finnat.

Covivio 7 S.p.A è pertanto soggetto connesso alla parte correlata della Banca Investire SGR in quanto, attraverso patto parasociale al quale aderisce anche la Banca, risulta uno dei soggetti controllanti di Investire SGR. Si applica quindi il punto 2 delle Definizioni di "soggetti connessi" contenute nella citata circolare Banca d'Italia.

Inoltre, l'acquisto della Partecipazione in InvestiRE si qualifica come "operazione di maggiore rilevanza," ai sensi dell'art. 7 e dell'Allegato 1 del Regolamento Banca Finnat, in quanto il controvalore dell'operazione supera la soglia del 5% del patrimonio netto di vigilanza consolidato pari a Euro 182,94 milioni al 30 settembre 2020; inoltre l'operazione risulta non ordinaria rispetto alla tipica attività svolta dalla Banca medesima.

Pertanto, il Comitato Rischi della Banca è stato chiamato ad esprimere, e in data 7 gennaio 2021 ha espresso all'unanimità, parere favorevole sull'interesse della Banca all'esecuzione dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo. Per maggiori dettagli sulla procedura espletata *cfr.* il successivo Paragrafo 2.8 del presente Documento Informativo.

Per ulteriori informazioni, vedasi il parere del Comitato (il "**Parere**") allegato al presente Documento Informativo *sub* "A".

- (iv) Le proposte contrattuali sono state accettate in data 14 gennaio 2021 dalle controparti Covivio e ENPAF.

### **2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Banca all'esecuzione dell'Operazione.**

L'Operazione considerata nel suo complesso, tenendo conto sia dell'acquisto della partecipazione offerta da Covivio sia della immediatamente successiva cessione a ENPAF di una quota parte della partecipazione che si verrebbe ad acquistare, è di interesse primario per la Banca.

Infatti, con tale operazione la Banca realizza a un tempo tre obiettivi: in primo luogo, assicura la stabilizzazione del capitale della SGR, in secondo luogo, favorisce l'ingresso nell'azionariato di un soggetto come ENPAF che può contribuire allo sviluppo della società, e, infine, rafforza la propria posizione funzionalmente a eventuali future operazioni sul capitale della SGR.

Con riguardo al primo aspetto, l'intento di Covivio di dismettere la partecipazione detenuta in InvestiRe SGR non può essere trascurato dalla Banca, considerata l'importanza strategica della SGR rispetto alla propria gestione attuale e prospettica. La SGR costituisce, infatti, la più grande partecipazione della Banca che contribuisce in modo significativo ai risultati del gruppo, ed è evidente che l'assetto del suo azionariato, dal punto di vista qualitativo, è elemento essenziale in ottica di stabilità e crescita della conduzione aziendale della società.

Con riguardo all'obiettivo di favorire l'ingresso nella compagine sociale di un socio quale ENPAF, si rileva come ENPAF, il cui portafoglio immobiliare è già in gestione presso la SGR, risponde al progetto strategico della SGR e della Banca di sviluppare ulteriormente le attività della SGR stessa anche solo per la possibilità di beneficiare di un incremento degli investimenti nel settore da parte di ENPAF.

Da ultimo può evidenziarsi come l'incremento della partecipazione attualmente detenuta dalla Banca nella SGR conferisce maggior respiro al mantenimento del controllo di diritto sulla società anche rispetto a possibili future operazioni di aumento di capitale o comunque di cessione di quote di minoranza ad altri soggetti operanti nel settore immobiliare vuoi come detentori di investimenti vuoi con specializzazioni di natura industriale o commerciale nel settore.

Appare dunque del tutto non controvertibile la sussistenza di un forte interesse a che la Banca ponga in essere l'Operazione in esame.

**2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.**

Il prezzo fissato dalle parti, sulla base delle intese intercorse, è stato determinato in misura massima pari a 13,3 milioni di euro, costituito da una quota fissa pari a 11,5 milioni di euro, oltre un eventuale importo differito a titolo di *earn out*, collegato al raggiungimento di determinati obiettivi di utile per gli esercizi 2021 e 2022.

La stima al 30.0.2020 è stata effettuata dagli uffici amministrativi di Banca Finnat Euramerica S.p.A. utilizzando una metodologia indiretta basata su grandezze flusso, il c.d. "Unlevered Discounted Free Cash Flows to the Firm" (DFCFF), ampiamente nota in dottrina e dotata di elevati livelli di razionalità, obiettività e neutralità.

Il metodo applicato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. può essere espresso mediante il seguente algoritmo:

$$DFCFF = FCFF_1 (1+i)^{-1} + FCFF_2 (1+i)^{-2} + \dots + FCFF_n (1+i)^{-n} + TV$$

dove:

$FCFF_1, FCFF_2, FCFF_n$  sono i "free cash flow to the firm" alle diverse epoche;

$i$  è il tasso di attualizzazione, composto dalla sommatoria del risk free rate ( $i_1$ ), del premium risk ( $i_2$ ) e dell'additional risk premium;

$n$  è l'orizzonte temporale di riferimento della stima;

$TV$  è il valore dell'azienda all'epoca  $n$ , di norma, determinabile attraverso il seguente algoritmo:

$$TV = \frac{FCFF (1+g)}{(i-g)} (1+i)^{-n}$$

nel quale:

$FCFF$  è il cash flow medio normale atteso prodotto dall'azienda successivamente all'epoca  $n$ ;

$g$  è il tasso di crescita dei cash flow.

Per quanto concerne il tasso di attualizzazione ( $i$ ), è stato stimato pari al 6,01% utilizzando i seguenti valori:

$i_1 = 1,33\%$ , pari al rendimento medio annuo negli ultimi 12 mesi dei BTP con scadenza 10 anni (fonte: Factset);

$(R_m - i_1) = 6,01\%$  (fonte: Damodaran 04/2020);

additional risk premium = 0,5%;

beta unlevered = 0,7 (determinato come media dei valori del beta relativi a un campione di riferimento, strutturato al fine di bilanciare la componente di business immobiliare dei fondi con la natura di SGR di Investire Immobiliare S.p.A.).

In ordine alla stima dei flussi di cassa, sono stati determinati sulla base delle informazioni contenute nel Piano Industriale redatto da Investire Immobiliare Sgr S.p.A., sommando al NOPLAT degli esercizi 2020, 2021 e 2022: (i) gli ammortamenti e le altre rettifiche di valore; (ii) le variazioni del fondo TFR; (iii) le variazioni capitale circolante netto; (iv) le variazioni delle immobilizzazioni materiali e immateriali; (v) le variazioni delle attività finanziarie disponibili per la vendita (AFS).

Il risultato dell'attualizzazione dei suddetti flussi ha condotto a un valore pari a 22,6 milioni di euro.

Per quanto riguarda il TV, esso è stato determinato sulla base di un NOPAT medio pari a circa 4,3 milioni di euro e ipotizzando un tasso di crescita pari a zero; il valore del TV così stimato è pari a 60,1 milioni.

Al fine di completare la stima, alla somma dei flussi di cassa attualizzati e del TV è stata correttamente aggiunta la posizione finanziaria netta dell'azienda al 30.06.2020 pari a 26,3 milioni di euro.

Una volta sommati i flussi finanziari attualizzati, il terminal value e la posizione finanziaria netta, la grandezza risultante è stata rettificata per tener conto del fatto che, in base ad accordi pregressi, il 50% delle performance fee di un fondo di proprietà di Investire Immobiliare Sgr S.p.A. (il fondo FIP) è di spettanza esclusiva dei soci titolari dei Warrant A (tra cui l'acquirente); ne consegue che tali importi non devono essere considerati ai fini della determinazione del capitale economico della Società valutanda. Dal valore del capitale economico è stato, quindi, sottratto il valore economico dei warrant



A, posseduti da Banca Finnat Euramerica S.p.A. e quantificati in 4,4 milioni di euro per effetto dell'attualizzazione dei flussi di reddito spettanti ai titolari dei suddetti warrant<sup>1</sup>.

Alla luce di quanto esposto, il valore del capitale economico dell'azienda target stimato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. con il metodo del DFCFF è derivato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- flussi di cassa attualizzati = 22,6 milioni;
- TV = 60,1 milioni
- PFN = 26,3 milioni
- (Warrant A = 4,4 milioni)

per un valore complessivo di 104,6 milioni.

Allo scopo di determinare il valore economico della quota oggetto di negoziazione, Banca Finnat Euramerica S.p.A. ha applicato uno sconto di minoranza di circa il 30%, pervenendo a un valore complessivo di 13,3 milioni di euro.

#### 2.4.1. Fairness Opinion del Prof Trequattrini

Il Comitato Rischi della Banca ha incaricato un *advisor* finanziario indipendente di predisporre un parere di congruità del prezzo di acquisto (*fairness opinion*), nominando con propria delibera del 23 dicembre 2019, il Prof. Raffaele Trequattrini, Ordinario di Economia Aziendale, nell'Università di Cassino e del Lazio Meridionale. Si riporta di seguito una sintesi dell'attività svolta dal Prof. Trequattrini.

L'*advisor* finanziario è stato nominato sulla base di valutazioni autonome del Comitato Rischi e in precedenza non ha mai intrattenuto rapporti con la Banca.

Il Prof Trequattrini, nel proprio parere rilasciato in data 7 gennaio 2021, nel dichiarare l'insussistenza, di relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: (i) la Banca; (ii) i soggetti che controllano la Banca, e società controllate dall'emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima; (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii), ha espresso una valutazione positiva circa la congruità del corrispettivo ipotizzato per l'Acquisto della Partecipazione.

---

<sup>1</sup> Cfr. Nota di Banca Finnat Euramerica S.p.A. trasmessa allo scrivente in data 29 dicembre 2020.

La *fairness opinion* è stata quindi utilizzata come una delle informazioni di supporto al Comitato nell'ambito del processo di espressione del suo parere sull'interesse della Banca ad eseguire l'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo. Ai fini della predisposizione della *fairness opinion*, il Prof. Trequattrini ha analizzato, tra l'altro, la seguente documentazione fornita da Banca Finnat:

1. documento di presentazione istituzionale della Società Investire Immobiliare Sgr S.p.A.;
2. bilanci della Società Investire Immobiliare Sgr S.p.A. relativi agli esercizi 2017, 2018 e 2019;
3. piano industriale della Società Investire Immobiliare Sgr S.p.A. redatto in data 27.02.2020;
4. documento relativo alla descrizione dell'operazione di acquisto del 17,89% da parte di Covivio S.p.A. redatto da Banca Finnat Euramerica S.p.A. nel dicembre 2020;
5. bilancio al 31.12.2019 del Gruppo Banca Finnat Euramerica S.p.A.;
6. documento di stima del valore del capitale economico di Società Investire Immobiliare Sgr S.p.A. al 30.06.2020 redatto nel dicembre 2020 da Banca Finnat Euramerica S.p.A. e corredato da talune considerazioni sul prezzo di cessione della partecipazione oggetto di vendita da parte di Covivio S.p.A.;
7. nota di Banca Finnat Euramerica S.p.A. avente a oggetto il valore economico dei cc.dd. "Warrant A".

Attraverso l'esame della suddetta documentazione, il Prof. Trequattrini ha potuto appurare che Investire Immobiliare Sgr S.p.A., costituita in data 4 febbraio 2002, è un primario operatore indipendente del risparmio gestito, specializzato nella valorizzazione di portafogli immobiliari in differenti settori di mercato.

Essa presenta una compagine societaria composta dai seguenti soggetti.

Banca Finnat Euramerica S.p.A., la quale detiene una partecipazione pari al 50,16% del capitale;

- Covivio S.p.A., la quale detiene una partecipazione pari al 17,89% del capitale;
- Società Regia S.r.l., la quale detiene una partecipazione pari al 11,65% del capitale;
- Fondazione Cariplo, la quale detiene una partecipazione pari all'8,65% del capitale;
- Cassa Geometri, la quale detiene una partecipazione pari all'7,72% del capitale;
- Banca Iccrea, la quale detiene una partecipazione pari al 2,38% del capitale;

- Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì, la quale detiene una partecipazione pari all'1,55% del capitale.

*“In tale contesto, Covivio S.p.A. ha manifestato la propria volontà di cedere la partecipazione e, a seguito di contatti intervenuti con altri operatori, ha optato per la vendita a Banca Finnat Euramerica S.p.A. a un determinato prezzo pattuito tra le parti.*

*La congruità del suddetto prezzo di cessione della partecipazione detenuta da Covivio S.p.A. ha costituito l'oggetto specifico della presente fairness opinion.*

\*\*\*\*\*

*Il prezzo fissato dalle parti, sulla base delle intese intercorse, è stato determinato in misura massima pari a 13,3 milioni di euro, costituito da una quota fissa pari a 11,5 milioni di euro, oltre un eventuale importo differito a titolo di earn out, collegato al raggiungimento di determinati obiettivi di utile per gli esercizi 2021 e 2022.*

*La stima al 30.06.2020 è stata effettuata dagli uffici amministrativi di Banca Finnat Euramerica S.p.A. utilizzando una metodologia indiretta basata su grandezze flusso, il c.d. “Unlevered Discounted Free Cash Flows to the Firm” (DFCFF), ampiamente nota in dottrina e dotata di elevati livelli di razionalità, obiettività e neutralità.*

*Il metodo applicato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. può essere espresso mediante il seguente algoritmo:*

$$DFCFF = FCFF1 (1+i)^{-1} + FCFF2 (1+i)^{-2} + \dots + FCFFn (1+i)^{-n} + TV$$

dove:

*FCFF1, FCFF2, FCFFn sono i “free cash flow to the firm” alle diverse epoche;*

*i è il tasso di attualizzazione, composto dalla sommatoria del risk free rate (i1), del premium risk (i2) e dell'additional risk premium;*

*n è l'orizzonte temporale di riferimento della stima;*

*TV è il valore dell'azienda all'epoca n, di norma, determinabile attraverso il seguente algoritmo:*

$$TV = \frac{FCFF (1+g)}{(i-g)} (1+i)^{-n}$$

*nel quale:*

*FCFF è il cash flow medio normale atteso prodotto dall'azienda successivamente all'epoca n;*

*g è il tasso di crescita dei cash flow.*

*Per quanto concerne il tasso di attualizzazione (i), è stato stimato pari al 6,01% utilizzando i seguenti valori:*

$i1 = 1,33\%$ , pari al rendimento medio annuo negli ultimi 12 mesi dei BTP con scadenza 10 anni (fonte: Factset);

$(Rm - i1) = 6,01\%$  (fonte: Damodaran 04/2020);

additional risk premium = 0,5%;

beta unlevered = 0,7 (determinato come media dei valori del beta relativi a un campione di riferimento, strutturato al fine di bilanciare la componente di business immobiliare dei fondi con la natura di SGR di Investire Immobiliare S.p.A.).

In ordine alla stima dei flussi di cassa, sono stati determinati sulla base delle informazioni contenute nel Piano Industriale redatto da Investire Immobiliare Sgr S.p.A., sommando al NOPLAT degli esercizi 2020, 2021 e 2022: (i) gli ammortamenti e le altre rettifiche di valore; (ii) le variazioni del fondo TFR; (iii) le variazioni capitale circolante netto; (iv) le variazioni delle immobilizzazioni materiali e immateriali; (v) le variazioni delle attività finanziarie disponibili per la vendita (AFS).

Il risultato dell'attualizzazione dei suddetti flussi ha condotto a un valore pari a 22,6 milioni di euro.

Per quanto riguarda il TV, esso è stato determinato sulla base di un NOPAT medio pari a circa 4,3 milioni di euro e ipotizzando un tasso di crescita pari a zero; il valore del TV così stimato è pari a 60,1 milioni.

Al fine di completare la stima, alla somma dei flussi di cassa attualizzati e del TV è stata correttamente aggiunta la posizione finanziaria netta dell'azienda al 30.06.2020 pari a 26,3 milioni di euro.

Una volta sommati i flussi finanziari attualizzati, il terminal value e la posizione finanziaria netta, la grandezza risultante è stata rettificata per tener conto del fatto che, in base ad accordi pregressi, il 50% delle performance fee di un fondo di proprietà di Investire Immobiliare Sgr S.p.A. (il fondo FIP) è di spettanza esclusiva dei soci titolari dei Warrant A (tra cui l'acquirente); ne consegue che tali importi non devono essere considerati ai fini della determinazione del capitale economico della Società valutanda.

Dal valore del capitale economico è stato, quindi, sottratto il valore economico dei warrant A, posseduti da Banca Finnat Euramerica S.p.A. e quantificati in 4,4 milioni di euro per effetto dell'attualizzazione dei flussi di reddito spettanti ai titolari dei suddetti warrant1.

Alla luce di quanto esposto, il valore del capitale economico dell'azienda target stimato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. con il metodo del DFCFF è derivato dalla somma algebrica delle seguenti componenti:

- flussi di cassa attualizzati = 22,6 milioni;
- TV = 60,1 milioni
- PFN = 26,3 milioni

- (Warrant A = 4,4 milioni)

per un valore complessivo di 104,6 milioni.

*Allo scopo di determinare il valore economico della quota oggetto di negoziazione, Banca Finnat Euramerica S.p.A. ha applicato uno sconto di minoranza di circa il 30%, pervenendo a un valore complessivo di 13,3 milioni di euro.*

*Si può osservare che la metodologia applicata da Banca Finnat Euramerica S.p.A. appare coerente con la prassi di mercato e dotata dei requisiti che la dottrina ritiene debbano avere le tecniche di stima del capitale economico delle aziende, costituiti dalla razionalità (il metodo deve essere dotato di consistenza teorica), obiettività (il metodo deve essere concretamente applicabile) e neutralità (il metodo deve prescindere dalle parti coinvolte nella negoziazione e non tenere conto delle eventuali sinergie ritraibili dall'operazione di acquisizione).*

*L'approccio utilizzato dallo scrivente allo scopo di adempiere all'incarico è consistito nel determinare autonomamente, attraverso una nuova valutazione ad hoc, il valore economico della partecipazione, giungendo, per questa via, a valutare la congruità del prezzo di 13,3 milioni di euro stimato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. e pattuito con Covivio S.p.A..*

*Con riferimento alla metodologia utilizzabile nel caso di specie per la determinazione del valore economico della partecipazione, lo scrivente, tenuto conto delle caratteristiche dell'azienda valutanda e delle informazioni a disposizione, ha ritenuto opportuno optare per una tecnica fondata sull'applicazione della percentuale di capitale detenuta, comprensiva dello sconto di minoranza, al valore del capitale economico di Investire Immobiliare Sgr S.p.A.. In formule:*

$$W(p) = W * q$$

dove:

*W(p) è il valore economico della partecipazione;*

*W è il valore del capitale economico di Investire Immobiliare Sgr S.p.A.;*

*q, pari a un valore di 0,1341 è la quota di capitale oggetto di stima (17,89% del capitale) al netto dello sconto di minoranza, determinato dallo scrivente nella misura minima del 25% all'interno di un range tra il 25% e il 35% considerato normale dalla migliore dottrina e prassi professionale, e necessario in ragione della difficile negoziabilità delle quote per effetto della mancanza di un mercato reale e della presenza di tematiche di governance relative a diritti patrimoniali e amministrativi in possesso delle minoranze.*

*In ordine alla stima del valore del capitale economico di Investire Immobiliare Sgr S.p.A. (W), va rilevato che molteplici sarebbero state, in linea teorica, le metodologie proficuamente utilizzabili nel caso di specie: esse vanno dai metodi diretti, che utilizzano per la stima grandezze provenienti dal mercato; ai metodi indiretti, nella nota tripartizione costituita dai metodi basati su grandezze flusso (flussi reddituali, finanziari e dei dividendi), dai metodi basati su grandezze stock (metodi patrimoniali semplici e complessi) e dai metodi basati su grandezze flusso-stock (i cc.dd. “metodi misti”).*

*Alla luce delle caratteristiche dell’azienda oggetto di stima (primario operatore indipendente del risparmio gestito, specializzato nella valorizzazione di portafogli immobiliari in differenti settori di mercato), lo scrivente ha ritenuto opportuno optare per una duplice metodologia: ha utilizzato come metodo principale il metodo indiretto basato sui flussi di dividendi (c.d. “Dividend Discount Model”) e come tecnica di controllo il metodo diretto basato sui multipli di mercato.*

*Per quanto concerne il metodo principale, esso deriva dall’applicazione della seguente formula:*

$$DDM = D1 (1+i)^{-1} + D2 (1+i)^{-2} + \dots + Dn (1+i)^{-n} + TV$$

*dove:*

*D1, D2, Dn sono i flussi di dividendi distribuibili senza intaccare l’economicità della gestione;*

*i è il tasso di attualizzazione, composto dalla sommatoria del risk free rate (i1), del premium risk (i2) e dello specific company risk (scr);*

*n è l’orizzonte temporale di riferimento della stima;*

$$TV = \frac{D(1+g)}{(i-g)} (1+i)^{-n}$$

*TV è il valore dell’azienda all’epoca n, di norma, determinabile attraverso il seguente algoritmo: nel quale:*

*D è il dividendo medio normale atteso distribuibile dall’azienda successivamente all’epoca n;*

*g è il tasso di crescita dei dividendi.*

*In ordine al metodo di controllo, esso scaturisce dall’applicazione della seguente formula:*

$$M = m * G$$

*dove:*

*m è un multiplo di mercato determinato su un campione di aziende comparabili con quella da stimare;*

*G è una grandezza aziendale presa a riferimento per la stima.*

*Anche in questo caso, la stima del valore del capitale economico di Investire Immobiliare Sgr S.p.A. effettuata con il metodo dell'attualizzazione dei dividendi (DDM) o con quello dei multipli di mercato (M), deve essere depurata del valore economico dei warrant A, pari a 4,4 milioni di euro.*

*Alla luce di quanto esposto, si può affermare che il valore di W è derivato dal seguente algoritmo:*

$$W = (DDM \text{ o } M) - WRA = (DDM \text{ o } M) - 4.400.000$$

*dove:*

*DDM è il valore del capitale economico stimato con il metodo principale;*

*M è il valore del capitale economico stimato con il metodo di controllo;*

*WRA è il valore economico del Warrant A.*

\*\*\*\*\*

*Una volta delineate le metodologie applicabili al caso di specie, lo scrivente ha proceduto a determinare le grandezze necessarie per applicare le suddette metodiche.*

*Con riferimento all'applicazione del DDM, si è reso necessario individuare i flussi di dividendo prospettici, il tasso di attualizzazione e il terminal value (TV).*

*I flussi di dividendo prospettici sono stati individuati sulla base del Piano Industriale della Società Investire Immobiliare S.G.R. S.p.A. redatto in data 27.02.2020;*

*con riferimento all'esercizio 2023, il dividendo è stato calcolato, in analogia con i precedenti due esercizi, applicando una percentuale del 95% al valore dell'utile dell'anno precedente. I dividendi distribuibili per il periodo 2021-2023 saranno, pertanto, i seguenti:*

$$D_{2021} = 5.031.151 \quad D_{2022} = 4.170.105 \quad D_{2023} = 4.369.661$$

*Il tasso di attualizzazione è stato determinato come sommatoria di tre componenti:*

$$i = i_1 + i_2 + scr$$

*Il risk free rate (i1) è stato stimato applicando la regola di Fisher ai dati2 esposti nella seguente tabella:*

	2021	2022	2023	Media
<i>Rendimento atteso BTP decennali</i>	0,8%	1%	1,2%	1%

Tasso di inflazione atteso	0,5%	0,9%	1,2%	0,87%
$i_1$				0,13%

Il premium risk ( $i_2$ ) è stato stimato attraverso la tecnica del C.A.P.M., che ne determina il valore mediante il seguente algoritmo:

$$i_2 = \text{Beta} (R_m - i_1) = 0,79 * 0,0601 = 4,75 \%$$

dove:

Beta esprime la componente di rischio specifico (non eliminabile attraverso il processo di diversificazione del portafoglio) ed è fatto pari a 0,793;

( $R_m - i_1$ ) è il premio di mercato ed è stimato pari al 6,01%.

Lo specific company risk è pari allo 0,5%, riflettendo la componente di rischio tipica dei fondi a sviluppo.

Ne consegue che il valore del tasso di attualizzazione nella configurazione  $i$  (che coincide con il costo medio ponderato del capitale nelle aziende in cui la gestione finanziaria è parte integrante della gestione operativa), è pari al 5,38%.

In ordine al TV, esso è stato determinato ipotizzando che:

A) il dividendo medio normale atteso successivo all'epoca  $n$  sia pari a 4.523.639, stimato come media aritmetica dei dividendi distribuibili dall'azienda nel periodo 2021-2023 previsti dal Piano Industriale;

B) il tasso di crescita  $g$  sia pari all'1,2% e, quindi, di livello pari all'inflazione attesa dal 2023 secondo le previsioni Bankitalia.

In ragione delle precedenti ipotesi, il DDM conduce al seguente valore del capitale economico dell'azienda target:

	2021	2022	2023	Somma
Dividendi	5.030.151	4.170.105	4.369.661	
Dividendi att.ti	4.774.274	3.755.147	3.733.943	12.263.365
TV			104.301.780	
TV att.to				93.922.949
<b>DDM</b>				<b>106.186.314</b>

Il valore così ottenuto può essere confrontato con quello determinato con il metodo di controllo.



La sua applicazione richiede, anzitutto, l'individuazione di un campione di aziende comparabili con quella oggetto di stima quotate all'interno di mercati regolamentati.

Successivamente, per le aziende del campione deve essere stimata la capitalizzazione di borsa alla data della stima e devono essere selezionate talune grandezze ritenute espressive del valore aziendale.

La seguente tabella illustra il contenuto del campione preso a riferimento e le relative grandezze necessarie per la stima<sup>5</sup>:

<b>Società</b>	<b>Capitalizzazione di borsa (M)</b>	<b>EBIT (valore medio 2020-2022)</b>	<b>FREE CASH FLOW (valore medio 2020-2022)</b>
<i>Standard Life Aberdeen</i>	6.769,13	265,107498	425,6352132
<i>Affiliated Managers Group</i>	3.924,75	494,1721607	611,2975332
<i>Blackrock Inc</i>	91.387,44	5483,487308	5345,505899
<i>Federated Hermes Inc</i>	2.314,25	319,8953439	225,0555949
<i>Eaton Vance Corp</i>	6.354,99	471,3181862	225,4449999

Utilizzando i dati contenuti nella precedente tabella, è possibile calcolare i moltiplicatori (*m*) come media di quelli stimati per le aziende del campione:

<b>Società</b>	<b>P/EBIT</b>	<b>P/FREE CASH FLOW</b>
<i>Standard Life Aberdeen</i>	25,53352905	15,90359488
<i>Affiliated Managers Group</i>	7,942070218	6,420359624
<i>Blackrock Inc</i>	16,66593444	17,09612556

<i>Federated Hermes Inc</i>	7,234397262	10,28301474
<i>Eaton Vance Corp</i>	13,48343897	28,18864912
<b>Moltiplicatori (m)</b>	<b>14,17187399</b>	<b>15,57834879</b>

Ai fini dell'applicazione del metodo, i moltiplicatori così ottenuti sono stati applicati alle grandezze ritenute espressive del valore economico dell'azienda stimate per l'impresa target<sup>2</sup>:

	<i>Moltiplicatore</i>	<i>ISGR</i> (valore medio 2020 -2022)	<i>M</i>
<i>EBIT</i>	14,17187399	7.291.523,67 €	<b>103.334.554,59 €</b>
<i>FREE CASH FLOW</i>	15,57834879	7.173.809,33 €	<b>111.756.103,91 €</b>

Poiché il valore stimato con il DDM (106.186.314 Euro) si colloca all'interno dell'intervallo i cui estremi sono individuati dai valori stimati con i metodi dei moltiplicatori (103.334.554,59 e 111.756.103,91), si può affermare che la metodologia di controllo ha sostanzialmente confermato il valore determinato con la metodologia principale.

A questo punto, si può completare la stima applicando la formula analizzata in precedenza:

$$W = DDM - WR_A = 106.186.314 - 4.400.000 = \mathbf{101.786.314}$$

Applicando il suddetto valore al coefficiente espressivo della quota di partecipazione al netto dello sconto di minoranza, si ottiene il valore economico della partecipazione oggetto di transazione:

$$W(p) = W * q = 0,1341 * 101.439.823 = \mathbf{13.610.688 \text{ Euro}}$$

<sup>2</sup> Nel caso di specie, i valori delle grandezze per l'azienda target sono stati stimati come media degli EBIT e dei Revenue storici e prospettici relativi agli esercizi 2018-2022

*Va aggiunto che, ove considerassimo, in vista dell'alea insita in qualsiasi processo valutativo, il valore determinato dallo scrivente come termine intermedio di un ragionevole intervallo di confidenza del 10%, i cui estremi sono rappresentati dai seguenti valori:*

*Estremo inferiore dell'intervallo = 12.930.154*

*Termine intermedio = 13.610.688*

*Estremo superiore dell'intervallo = 14.291.223*

*si potrebbe agevolmente concludere che il metodo stimato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. ricade all'interno dell'intervallo di confidenza in questione.*

\*\*\*\*\*

*Da un confronto tra la metodologia applicata dallo scrivente e quella applicata da Banca Finnat Euramerica S.p.A. si può osservare che le tecniche in questione, dotate entrambe dei requisiti di razionalità, obiettività e neutralità, e fondate entrambe sulla medesima base informativa, sebbene con assunzioni talvolta dissimili, conducono a valori sostanzialmente identici. Le principali differenze tra le due metodiche applicate al caso di specie possono essere sintetizzate come segue.*

*La prima e più importante consiste nella circostanza che il DFCFF utilizza per la stima i flussi di cassa della gestione operativa, mentre il DDM fonda la stima sull'attualizzazione del flusso di dividendi distribuibili senza intaccare l'economicità della gestione.*

*Ne consegue che, trattandosi di grandezze diverse da quelle utilizzate dallo scrivente (cash flow vs. dividendi), i flussi presi a riferimento per la stima non sono tra loro comparabili e i risultati dell'attualizzazione non possono coincidere. Inoltre, va considerata la differenza tra le epoche di stima (30.06.2020 e 31.12.2020), che si riverbera sulla scelta del periodo preso a riferimento per la stima dei flussi (2020-2022 vs. 2021-2023).*

*Un'ulteriore differenza concerne la stima del TV per la quale lo scrivente ha ipotizzato un tasso di crescita dei flussi attesi pari all'1,2% per eguagliarlo all'inflazione prevista da Bankitalia, mentre Banca Finnat Euramerica S.p.A. ha ipotizzato un tasso di crescita g pari a zero.*

*Con riferimento al procedimento di attualizzazione dei flussi, lo scrivente ha determinato un tasso i pari al 5,38% rispetto a quello determinato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. fatto pari al 6,01%: la differenza in questione è dovuta essenzialmente ad assunzioni e modalità di calcolo non omogenee del risk free rate (i1).*

*E' appena il caso di rilevare che ove Banca Finnat Euramerica S.p.A. avesse utilizzato un tasso di attualizzazione della misura di quello utilizzato dallo scrivente, il valore complessivo dell'azienda stimato da Banca Finnat Euramerica S.p.A. sarebbe stato certamente superiore.*

*L'ultima differenza è individuabile nella determinazione dello sconto di minoranza che lo scrivente ha stimato nel 25% e Banca Finnat Euramerica S.p.A. nel 29%: va osservato che per concorde dottrina tale percentuale può oscillare da un valore minimo del 25% a un valore massimo del 35%. A prescindere dalle suddette differenze, si ribadisce che le tecniche adottate dallo scrivente e da Banca Finnat Euramerica S.p.A., dotate entrambe dei requisiti di razionalità, obiettività e neutralità al massimo livello e sviluppate entrambe mediante procedimenti tecnicamente corretti, sebbene con assunzioni talvolta diverse, hanno condotto a valori sostanzialmente simili.”*

\*\*\*\*\*

Alla luce di quanto precede, il Prof. Raffaele Trequattrini ha concluso che *“Alla luce di tutte le considerazioni effettuate, lo Scrivente conclude che il corrispettivo determinato per l'acquisizione della partecipazione nella società Investire Immobiliare Sgr S.p.A., posseduta dalla società Covivio S.p.A., fatto pari a 13,3 milioni di Euro, può ritenersi congruo.”*

La *fairness opinion* del Prof. Trequattrini è allegata integralmente al presente Documento Informativo sub “B”.

## **2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.**

L'Operazione, considerandone il complessivo valore economico, è di maggiore rilevanza in quanto il suo controvalore supera la soglia del 5% rispetto all'indice di rilevanza del controvalore previsto dall'Allegato 3 del Regolamento OPC.

In particolare, l'indice di rilevanza del controvalore è pari allo 7,3%% e costituisce il risultato del rapporto tra il controvalore dell'Operazione, pari ad Euro 13,3 milioni rispetto al patrimonio netto di vigilanza consolidato al 30/09/20 pari ad euro 182,94 milioni.

Ai fini del calcolo del valore dell'Operazione si è tenuto conto della valorizzazione dell'intera partecipazione oggetto di acquisto da parte della Banca, sulla base del prezzo massimo possibile, ancorché poi una quota della stessa sia ceduta a ENPAF.

I principali effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione sul bilancio di esercizio di Banca Finnat sono i seguenti:

- dal punto di vista economico, si rileva che nel corso dell'esercizio 2020 Banca Finnat ha incassato un dividendo ordinario da parte della controllata InvestIRE SGR, relativo al risultato

dell'esercizio 2019, pari a Euro 2.934 migliaia. L'incremento (dal 50,16% al 59,15%) della quota societaria detenuta nella partecipazione controllata, conseguito per effetto delle operazioni sopra descritte, avrebbe comportato, se già effettivo al momento dello stacco, un incremento del dividendo pari a Euro 526 migliaia, con un effetto incrementale sul risultato netto pari a Euro 504 migliaia; tenuto conto del dividendo stimato relativo al risultato dell'esercizio 2020 e che si prevede venga incassato dalla Banca nel corso del primo semestre dell'esercizio 2021, si rileva inoltre che l'incremento della quota societaria dovrebbe determinare un maggior dividendo atteso pari a Euro 430 migliaia circa, con un effetto incrementale sul risultato netto pari a Euro 412 migliaia.

- dal punto di vista patrimoniale, occorre rilevare preliminarmente che Banca Finnat ha adottato la valutazione al fair value delle partecipazioni controllate e conseguentemente i criteri contabili relativi alla classificazione, all'iscrizione, alla valutazione, alla cancellazione e alla rilevazione delle componenti reddituali tengono conto di quanto previsto dal principio contabile internazionale IFRS 9. L'effetto sul patrimonio netto della Banca derivante dall'acquisto della partecipazione di minoranza sopra descritta è stimato pari a un incremento di Euro 3,6 milioni nell'ipotesi in cui si verificassero tutte le condizioni relative al conguaglio del prezzo di acquisto (e conseguentemente di quello di vendita) dovute all'accordo di earn-out.
- dal punto di vista finanziario, si assiste nell'esercizio 2021 ad un esborso pari a circa Euro 5,8 milioni quale differenza tra l'importo da corrispondere a Covivio per l'acquisto del 17,89% della partecipazione in InvestIRE SGR dalla stessa società detenuta e l'importo da incassare da Enpaf per la vendita di una quota pari all'8,90%. Nell'ipotesi in cui si verificassero tutte le condizioni relative al conguaglio del prezzo di acquisto (e conseguentemente di quello di vendita) dovute all'accordo di earn-out, all'importo iniziale si aggiungerebbero ulteriori esborsi netti negli esercizi 2022 e 2023 pari a circa Euro 0,45 milioni per anno. Inoltre si stima un incasso incrementale del dividendo nell'esercizio 2021 atteso come sopra indicato.

Per quanto riguarda gli impatti sul bilancio consolidato si rileva che dal punto di vista economico l'effetto del consolidamento della partecipazione controllata in base alla nuova percentuale di possesso detenuta, pari al 59,15% determinerà un incremento stimato dell'utile netto consolidato dell'esercizio 2021 pari a circa Euro 450 migliaia. Inoltre, dal punto di vista patrimoniale, l'effetto dell'operazione sul patrimonio netto consolidato sarebbe non rilevante nell'ipotesi in cui si

verificassero tutte le condizioni relative al conguaglio del prezzo di acquisto (e conseguentemente di quello di vendita) dovute all'accordo di earn-out.

Dalle analisi svolte emerge comunque che l'operazione non genererebbe impatti significativi sulla solidità patrimoniale del Gruppo. Successivamente all'operazione, il Gruppo manterrebbe comunque un indicatore CET1 Ratio in linea con quello attuale.

## ***2.6. Incidenza dell'operazione di acquisto sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate.***

A seguito del perfezionamento dell'operazione non si prevede alcuna variazione dei compensi degli Amministratori della Banca e/o delle società del Gruppo Banca Finnat.

## ***2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Banca nell'operazione.***

Nell'ambito dell'operazione di acquisto non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e/o dirigenti di Banca Finnat.

Si rinvia in ogni caso a quanto già osservato nel precedente paragrafo 1.1.

## ***2.8. Iter di approvazione dell'Operazione.***

### ***2.8.1 Attività del Comitato Rischi di Banca Finnat***

L'Operazione, descritta al precedente paragrafo 2.1, è stata oggetto di esame da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca nelle riunioni del 29 settembre 2020, del 16 dicembre 2020 e del 11 gennaio 2021.

I membri del Comitato sono stati coinvolti nella fase delle trattative e di istruttoria, attraverso un flusso informativo tempestivo, completo e adeguato, ricevuto sia in sede di Comitato sia in sede consiliare, che ha consentito al Comitato stesso di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere dal *management* della Banca e di InvestiRE.

Con specifico riferimento all'operazione di acquisto, il Comitato è stato informato dell'operazione di maggiore rilevanza in data 23 dicembre 2021. Come previsto dall'art. 7 del Regolamento Banca Finnat, ha esaminato la Nota interna sulla Operazione di Acquisto avviando le attività propedeutiche all'esame dell'operazione ai sensi del Regolamento banca Finnat ed ha ritenuto di nominare un proprio Esperto indipendente e individuato nel Prof. Raffaele Trequattrini, Ordinario di Economia Aziendale, nell'università di Cassino e del Lazio Meridionale con incarico conferito dal Presidente del Comitato Rischi di Banca Finnat e controfirmato dall'Amministratore Delegato.

L'Esperto, all'atto del conferimento d'incarico, ha dichiarato la propria indipendenza verso Banca Finnat e il suo Gruppo, così come nei confronti del gruppo facente capo a Covivio e nei confronti dei suoi soci di controllo, nonché degli amministratori delle medesime società.

In data 4 gennaio 2021, il Comitato si è riunito al fine di esaminare la documentazione relativa all'operazione trasmessa dal *management* della Banca in merito alle trattative più precisamente:

- i) l'analisi di valutazione della partecipazione oggetto di acquisto redatta da Banca Finnat;
- ii) la valutazione della partecipazione oggetto di acquisto in base all'Impairment test redatta da Banca Finnat;
- iii) la bozza di contratto di acquisto da Covivio 7 SpA;
- iv) la bozza di contratto di vendita a ENPAF;
- v) la nota del Risk Manager sull'analisi della eventuale presenza di rischi emergenti dal Capitolo 8 - dichiarazioni e garanzie del venditore - del contratto di cessione stipulato con ENPAF.

In data 7 gennaio 2021 il Comitato, in vista della riunione del Consiglio di Amministrazione convocata per il 11 gennaio 2021 per deliberare sull'operazione di acquisto, avendo compiutamente analizzato la *fairness opinion* predisposta dal proprio *advisor* finanziario indipendente, ha formulato all'unanimità il proprio parere in merito all'interesse della Banca in veste di Capogruppo all'esecuzione dell'operazione nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni. In particolare, il predetto parere è stato approvato all'unanimità da tutti i membri del Comitato: Marco Tofanelli, Ermanno Boffa e Roberto Cusmai.

Il Parere del Comitato e la *fairness opinion* rilasciata dal Prof. Trequattrini sono integralmente allegati al presente Documento Informativo *sub “A” e “B”*.

#### 2.8.2 Approvazione dell’Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Banca Finnat

L’Operazione è stata oggetto di esame da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca nelle riunioni del 29 settembre 2020, del 16 dicembre 2020 e del 11 gennaio 2021.

Il Consiglio di Amministrazione del 11 gennaio 2021, dopo aver esaminato il Parere favorevole del Comitato, all’unanimità ha deliberato favorevolmente l’operazione.

In particolare, alla richiamata adunanza del Consiglio di Amministrazione di Banca Finnat hanno espresso voto favorevole tutti i consiglieri presenti e votanti tra cui anche i consiglieri indipendenti senza osservazioni da parte del Collegio Sindacale: Flavia Mazzarella (Presidente), Leonardo Buonvino (Vice Presidente), Marco Tofanelli (Vice Presidente indipendente), Ermanno Boffa (indipendente), Roberto Cusmai (indipendente), Giulia Nattino, Maria Sole Nattino, Lupo Rattazzi e Andreina Scognamiglio (indipendente). Il consigliere Carlo Carlevaris (Presidente Onorario) non era presente e non ha, dunque, partecipato al voto.

#### **2.9. Rilevanza dell’Operazione per via del cumulo previsto dall’art. 5, comma 2, del Regolamento OPC.**

La fattispecie descritta non è applicabile all’operazione di specie.

\* \* \* \*



## ALLEGATI

- Allegato “A”:** Parere del Comitato di Banca Finnat
- Allegato “B”:** *Fairness opinion* del Prof. Raffaele Trequattrini.