



# Banco Popolare Società Cooperativa

**Relazione della società di revisione  
sul rapporto di cambio delle azioni  
ai sensi dell'art.2501-sexies del Codice Civile**

KPMG S.p.A.

12 settembre 2016



KPMG S.p.A.  
Revisione e organizzazione contabile  
Via Leone Pancaldo, 70  
37138 VERONA VR  
Telefono +39 045 8115111  
Email [it-fmauditaly@kpmg.it](mailto:it-fmauditaly@kpmg.it)  
PEC [kpmgspa@pec.kpmg.it](mailto:kpmgspa@pec.kpmg.it)

## Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile

Ai Soci del  
Banco Popolare Società Cooperativa

### 1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Con decreto emesso in data 21 aprile 2016, depositato in cancelleria in data 22 aprile 2016, abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Venezia, su istanza del Banco Popolare Società Cooperativa (di seguito anche il "Banco Popolare" o "BP"), l'incarico di redigere quale esperto, ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio (di seguito il "Rapporto di Cambio") in relazione all'operazione che prevede la cosiddetta fusione propria tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano S.C.ar.l. (di seguito anche "BPM") (di seguito la "Fusione") da attuarsi mediante la costituzione di una nuova società bancaria (la "Nuova Capogruppo" o la "Società").

Ai fini del presente incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di BP il progetto di fusione (di seguito, il "Progetto di Fusione"), corredato da apposita relazione degli Amministratori (di seguito, la "Relazione"), che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, i rapporti di partecipazione di BP e BPM alla Nuova Capogruppo (di seguito, congiuntamente, anche i "Rapporti di Partecipazione") approvati dallo stesso Consiglio di Amministrazione in data 24 maggio 2016 e le modalità di determinazione del Rapporto di Cambio sulla base dei Rapporti di Partecipazione.

Il Consiglio di Amministrazione, al fine della determinazione dei Rapporti di Partecipazione, si è avvalso del supporto degli *advisors*, Bank of America Merrill Lynch (di seguito "BAML"), Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito "Mediobanca") e Colombo & Associati S.r.l. (di seguito "Colombo" e congiuntamente a BAML e Mediobanca "i Consulenti" o gli "Advisors").

Si evidenzia che alla data di redazione del Progetto di Fusione il Rapporto di Cambio non risultava determinabile in quanto funzione del numero di azioni che BP avrebbe emesso in conseguenza dell'operazione di aumento di capitale di massimi €1 miliardo (l'"Aumento di Capitale") da effettuarsi prima della Fusione e prodromico alla stessa.



**Banco Popolare – Società Cooperativa**

*Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art.2501-sexies del Codice Civile  
12 settembre 2016*

In data 1 Luglio 2016 il Banco Popolare, congiuntamente a BPM, ha comunicato, a conclusione, nella medesima data, dell'operazione di aumento di capitale di BP con l'emissione di 465.581.304 nuove azioni, la determinazione del seguente Rapporto di Cambio, nel rispetto e in applicazione dei Rapporti di Partecipazione:

- 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni azione del Banco Popolare in circolazione al momento dell'efficacia della fusione
- 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni 6,386 azioni di BPM in circolazione al momento dell'efficacia della Fusione.

In data 19 luglio 2016 il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare, ha preso atto del rapporto Rapporto di Cambio sopra riportato.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle rispettive Assemblee straordinarie dei Soci di BP e di BPM in data 14 ottobre, in prima convocazione, e 15 ottobre, in seconda convocazione.

L'incarico di redigere per BPM corrispondente relazione sulla congruità del rapporto di cambio è stato conferito dal Tribunale di Milano, in data 18 aprile 2016, alla società di revisione Reconta Ernest & Young S.p.A. (nel seguito "EY").

**2**

**Sintesi dell'operazione**

In data 23 marzo 2016, previa approvazione da parte dei rispettivi Organi Amministrativi, BP e BPM hanno sottoscritto un protocollo di intesa che disciplina i punti essenziali di un'operazione di fusione (cosiddetta "propria") tra il Banco Popolare e BPM (il "Protocollo di Intesa"), da attuarsi, ai sensi dell'art. 2501 e seguenti del Codice Civile, mediante creazione di una nuova società bancaria che nascerà con la forma giuridica di società per azioni.

Come descritto nella documentazione da noi analizzata, la Nuova Capogruppo sarà costituita in forma di società per azioni e svolgerà, al contempo, la funzione di banca e di holding capogruppo, con funzioni operative, di governo e coordinamento e di servizio che le consentiranno un'efficace azione di direzione unitaria ai sensi e per gli effetti dell'articolo 61, comma 4, D. Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 ("TUB") su tutte le società che comporranno il Gruppo risultante dalla Fusione. Avrà sede legale a Milano e sede amministrativa a Verona.

Sarà richiesta l'ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") delle azioni della Nuova Capogruppo che verranno emesse per effetto della Fusione, senza soluzione di continuità con la quotazione delle azioni del Banco Popolare e di BPM e decorrenza a partire dalla data di efficacia della Fusione.

In data 24 maggio 2016, gli Organi Amministrativi del Banco Popolare e di BPM hanno approvato il Progetto di Fusione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-ter del Codice Civile.

Il Protocollo di Intesa e il Progetto di Fusione prevedono che, al fine di consentire alla Nuova Capogruppo di disporre di una dotazione patrimoniale adeguata al ruolo e al rilievo che il Gruppo nascente dalla Fusione è destinato ad assumere nel panorama creditizio italiano, il Banco Popolare, prima della data in cui si terranno le Assemblee straordinarie dei soci di BP e BPM chiamate ad approvare la Fusione, desse

esecuzione a un'operazione di rafforzamento patrimoniale per l'importo complessivo di massimo €1 miliardo. A tale riguardo, in data 7 maggio 2016, l'Assemblea straordinaria dei Soci del Banco Popolare ha approvato la suddetta operazione di rafforzamento patrimoniale che si è conclusa in data 1 luglio 2016 con l'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, per un controvalore complessivo pari ad €996,3 milioni e l'iscrizione al Registro delle Imprese di Verona dell'attestazione prevista dall'art. 2444, comma 1, del Codice Civile.

La Fusione, che come specificato dall' Organo Amministrativo nella sua Relazione, rappresenta un progetto industriale con un'importante valenza strategica per i due Gruppi, grazie all'elevata complementarietà delle strutture distributive e produttive, dei prodotti e della clientela, porterà alla nascita del terzo gruppo bancario italiano e costituisce la maggiore operazione di integrazione tra gruppi bancari italiani negli ultimi 10 anni e la prima nell'ambito della riforma sulle banche popolari varata dal Governo Italiano.

L'operazione di Fusione comporta la trasformazione sia di BP che di BPM da società cooperative a società per azioni. Per tale motivo, i Soci di BP e di BPM che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione della Fusione potranno esercitare il diritto di recesso di cui all'articolo 2437, comma 1, del Codice Civile.

Nei termini previsti, BP e BPM hanno portato a termine, come atteso dal Protocollo di Intesa, le reciproche attività di *due diligence* contabile-amministrativa alla data del 31 dicembre 2015 con l'ausilio di Deloitte per BP e PriceWaterhouseCoopers (nel seguito anche "PWC") per BPM, e le rispettive *due diligence* legali. Come confermato dai Consigli di Amministrazione delle due Banche le analisi effettuate non hanno evidenziato, rispetto ai valori considerati, elementi tali da rendere necessaria una ridefinizione dei Rapporti di Partecipazione annunciati.

### **3 Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire ai Soci del Banco Popolare idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dal Consiglio di Amministrazione per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dallo stesso incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dal Consiglio di Amministrazione a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione non abbiamo effettuato una valutazione economica delle società coinvolte nell'operazione di Fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione con il supporto degli *Advisors*.

La presente relazione, pertanto, è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di Fusione. Essa, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

### **4 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del presente incarico abbiamo ottenuto direttamente dal Banco Popolare i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:



**Banco Popolare – Società Cooperativa**

Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art.2501-sexies del Codice Civile

12 settembre 2016

- 1) il Progetto di Fusione e la Relazione, indirizzate all'Assemblea dei Soci, che propone, con riferimento alle Situazioni Patrimoniali al 31 dicembre 2015 (nel seguito le "Situazioni Patrimoniali di Fusione"), la determinazione del seguente Rapporto di Partecipazione:
  - i. ai soci del Banco Popolare sarà assegnato in concambio il 54,626% del capitale sociale della Società (il "Rapporto di Partecipazione BP")
  - ii. ai soci di BPM sarà assegnato in concambio il 45,374% del capitale sociale della Società (il "Rapporto di Partecipazione BPM").

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Il Rapporto di Partecipazione BP (e conseguentemente il Rapporto di Partecipazione BPM) è stato determinato dal Consiglio d'Amministrazione di BP utilizzando anche la documentazione cui al successivo punto 2).

- 2) la seguente documentazione, utilizzata dal Consiglio d'Amministrazione e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - Situazione Patrimoniale di Fusione del Banco Popolare ai sensi dell'art.2501-*quater* comma 2, del Codice Civile, costituita dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015, approvato dall'Assemblea dei Soci di BP in data 19 marzo 2016 e assoggettato a revisione contabile da parte di EY;
  - Situazione Patrimoniale di Fusione di BPM ai sensi dell'art.2501-*quater* comma 2, del Codice Civile, costituita dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015, approvato dall'Assemblea dei Soci di BPM in data 30 marzo 2016 e assoggettato a revisione contabile da parte di EY;
  - *report* riepilogativi degli esiti delle *due diligence* confirmatorie effettuata da Deloitte con riferimento a BPM e da PWC con riferimento a BP;
  - ricerche degli analisti di ricerca per BP e BPM;
  - allegato alla delibera del Consiglio di Amministrazione del 24 maggio 2016 denominato "Materiali per la discussione" comprendente, tra l'altro, il capitolo "Analisi di Valutazione Relativa" che riporta la sintesi del lavoro e delle valutazioni effettuate dagli *Advisors* a supporto del Consiglio di Amministrazione;
  - *fairness opinion* rilasciate da BAML e Mediobanca al Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare in data 24 maggio 2016, in merito alla congruità dei Rapporti di Partecipazione approvato dall' Organo Amministrativo;
  - presentazione alla comunità finanziaria e comunicato stampa relativi al piano strategico 2016-2019 approvato dagli Organi Amministrativi del Banco Popolare e di BPM il 16 maggio 2016 (nel seguito il "Piano").
- 3) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:
  - delibera del Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare del 23 marzo 2016 avente ad oggetto "Protocollo di Intesa con la Banca Popolare di Milano. Rafforzamento patrimoniale del Banco";

- delibera del Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare del 24 maggio 2016 avente ad oggetto "Progetto di integrazione tra Banco Popolare e Banca Popolare di Milano. Determinazioni inerenti e conseguenti", che include la determinazione del Rapporto di Partecipazione BP e le modalità di determinazione del Rapporto di Cambio nonché l'approvazione del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori;
- delibera del Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare del 19 luglio 2016 avente ad oggetto "Operazioni straordinarie finalizzate all'integrazione con la BPM e al rafforzamento patrimoniale: Aggiornamento. Esplicitazione dei rapporti di cambio";
- statuti di BP e di BPM;
- bozza dello statuto della Nuova Capogruppo;
- dati di Budget 2016 approvati rispettivamente dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare in data 9 febbraio 2016 e dal Consiglio di Gestione di BPM in data 18 gennaio 2016 (nel seguito anche "Budget");
- documentazione di lavoro resa disponibile dagli *Advisors* in cui, tra l'altro, sono riportati analiticamente le metodologie di valutazione adottate, i parametri ed i dati utilizzati nei modelli di valutazione ed i valori risultanti dalla applicazione di tali metodologie;
- elementi contabili e statistici nonché ogni altro documento, dato o informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

## **5 Metodi di valutazione adottati dal Consiglio d'Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Nel Protocollo di Intesa BP e BPM, sulla base anche dell'assistenza fornita dai rispettivi *Advisors* nella determinazione degli elementi economici della Fusione, hanno concordato che, tenuto conto delle rispettive contribuzioni, la fusione avvenga sulla base di un Rapporto di Cambio determinato in applicazione dei seguenti Rapporti di Partecipazione:

- ai soci di BP sarà assegnato in concambio il 54,626% del capitale della Nuova Capogruppo
- ai soci di BPM sarà assegnato in concambio il 45,374% del capitale sociale della Nuova Capogruppo.

Il Rapporto di Partecipazione BP (e conseguentemente il Rapporto di Partecipazione BPM) è stato determinato anche:

- i. tenendo conto dell'Aumento di Capitale nella sua interezza;
- ii. tenendo conto dei dividendi ordinari distribuiti da BP e BPM a valere sull'utile dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015.

Il Progetto di Fusione prevede poi che il Rapporto di Cambio debba essere determinato a seguito della fissazione del numero di azioni di BP da emettere a servizio dell'Aumento di Capitale e in modo da rispettare il sopra descritto Rapporto di Partecipazione BP. In particolare il Rapporto di Cambio, in termini di esatto numero di azioni della Nuova Capogruppo da assegnare in concambio alle azioni Banco Popolare e BPM, è definito come segue:

- 1 azione della Nuova Capogruppo per ogni azione di BP in circolazione al momento dell'aggregazione, incluse le azioni emesse a servizio dell'Aumento di Capitale
- 1 azione della Nuova Capogruppo per ogni "X" azioni di BPM in circolazione al momento dell'aggregazione dove X è determinato come segue

$$X = \frac{\text{Azioni BPM}}{(\text{Azioni BP Post Aumento di Capitale}) \times \frac{\text{Rapporto di Partecipazione BPM}}{\text{Rapporto di Partecipazione BP}}}$$

Le valutazioni condotte sono riferite alle situazioni economico-patrimoniali del Banco Popolare e di BPM riportate nei bilanci consolidati al 31 dicembre 2015. Stante i criteri di valutazione utilizzati, come di seguito definiti, le valutazioni sono riferite alle condizioni economiche e di mercato alla data del 20 maggio 2016, con la sola eccezione del Metodo delle Quotazioni di Borsa per cui si è fatto riferimento al 18 marzo 2016, ossia l'ultima data di negoziazione dei titoli Banco Popolare e BPM antecedente la convocazione dei rispettivi organi deliberativi del 22 e 23 marzo 2016 riunitisi per esaminare i termini della Fusione e approvare il Protocollo d'Intesa. Ai fini delle valutazioni, si assume che, per ciascuna delle Banche, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni patrimoniali disponibili di cui al successivo paragrafo, e la data della presente Relazione non si siano verificati eventi tali da modificarne in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario.

### 5.1 **Metodologie di valutazione adottate**

Le valutazioni sono state condotte dal Consiglio di Amministrazione di BP, con l'ausilio degli *Advisors* con l'obiettivo di esprimere una stima comparativa dei valori delle Banche, dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle stesse considerate singolarmente e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione

Le metodologie di valutazione sono state adottate al solo scopo di individuare un intervallo di valori per i Rapporti di Partecipazione ritenuto congruo ai fini della Fusione e in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore attuale o prospettico, in un contesto da quello in oggetto.

Le valutazioni su base *stand-alone* riflettono la situazione attuale e le prospettive future delle due Banche considerate in maniera indipendente trascurando gli effetti della Fusione.

I metodi di valutazione adottati per la stima del valore del capitale economico delle società partecipanti alla Fusione, su base *stand alone* e di *going concern* fanno riferimento alle più diffuse metodologie accettate ed applicate nella prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore bancario/finanziario.

Nella fattispecie sono state utilizzate le seguenti metodologie:

- i. Metodo delle Quotazioni di Borsa
- ii. Metodo dei Multipli di Borsa
- iii. Metodo della Regressione Lineare
- iv. Metodo del *Dividend Discount Model* nell'accezione del cd. *Excess Capital* ("DDM").

#### 5.1.1 *Metodo delle Quotazioni di Borsa*

Il Metodo delle Quotazioni di Borsa utilizza i prezzi di mercato quali informazioni rilevanti per la stima del valore economico delle società, utilizzando le capitalizzazioni di borsa calcolate sulla base di quotazioni registrate in intervalli di tempo giudicati significativi e nell'assunto che vi sia un grado di significatività dei prezzi espressi dal mercato per le azioni delle società oggetto di valutazione. La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di esprimere in termini relativi il rapporto esistente tra i valori delle società in oggetto così come percepiti dal mercato.

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo delle Quotazioni di Borsa, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da BAML, Mediobanca e Colombo, fatte proprie dagli Amministratori.

##### BAML

BAML ha sviluppato le sue analisi sulla base delle quotazioni al 18 marzo 2016. Nell'applicazione della metodologia in esame si è tenuto conto dell'aumento di capitale effettuato da BP.

##### Mediobanca

Mediobanca ha sviluppato le sue analisi sulla base delle quotazioni al 18 marzo 2016 utilizzando come prezzo i valori di chiusura di ogni singola giornata di contrattazione. Sono stati presi in considerazione i prezzi alla data di riferimento, la media a 1 mese e a 3 mesi.

Nell'applicazione della metodologia in esame si è tenuto conto dell'aumento di capitale effettuato da BP.

##### Colombo

Colombo ha sviluppato le sue analisi sulla base delle quotazioni al 18 marzo 2016 utilizzando come prezzo i valori di chiusura di ogni singola giornata di contrattazione. Sono stati presi in considerazione i prezzi alla data di riferimento, la media a 1 mese e a 3 mesi.

Nell'applicazione della metodologia in esame si è tenuto conto o dell'aumento di capitale effettuato da BP.

#### 5.1.2 *Metodo dei Multipli di Borsa*

Il Metodo dei Multipli di Borsa si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.



I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative, ad esse relative.

L'applicazione del metodo in oggetto si può suddividere nelle seguenti fasi:

- Identificazione delle società comparabili
- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi
- Applicazione dei multipli alle società in esame.

Con riferimento alle modalità applicative del Metodo dei Multipli di Borsa, di seguito si riportano distintamente le considerazioni sviluppate da BAML, Mediobanca e Colombo, fatte proprie dagli Amministratori.

#### BAML

BAML ha sviluppato le proprie analisi sulla base delle quotazioni rilevate in data 20 maggio 2016.

BAML ha individuato un campione di società comparabili formato da Intesa Sanpaolo, UniCredit, Banca Monte dei Paschi di Siena ("MPS"), UBI Banca, Credito Emiliano ("Credem"), Banca Popolare dell'Emilia Romagna ("BPER") e Credito Valtellinese ("Creval"), per il quale ha determinato il multiplo Prezzo/Utile netto (P/E) quale valore mediano 2016E e 2017E.

Ai fini dell'applicazione di tali multipli si è fatto riferimento ai seguenti dati di BP e BPM:

- a) utile netto 2016 di BP, desunto dal Budget, incrementato per il rendimento della nuova liquidità generata dall'aumento di capitale
- b) utile netto 2016 di BPM, desunto dal Budget
- c) utile netto 2017, per BPM e BP, "da consensus" ovvero quale dato medio desunto da report societari predisposti da primarie case di ricerca. A tal fine sono stati sviluppati due diversi scenari, basati rispettivamente sui report emessi dopo il 10 maggio 2016 (Caso A) e prima del 19 marzo 2016 (Caso B), data di comunicazione dei dati relativi al primo trimestre 2016.

#### Mediobanca

Mediobanca ha sviluppato le proprie analisi sulla base delle quotazioni rilevate in data 20 maggio 2016.

Mediobanca ha individuato un campione di società comparabili per il quale ha determinato il multiplo Prezzo/Utile netto (P/E) quale valore mediano 2016E e 2018E.

Tali multipli sono stati applicati ai seguenti dati di BP e BPM:

- d) utile netto 2016 di BP, desunto dal Budget
- e) utile netto 2016 di BPM, desunto dal Budget
- f) utile netto 2018, per BPM e BP, "da consensus" ovvero quale dato medio desunto da report societari predisposti da primarie case di ricerca.

### Colombo

Colombo ha sviluppato le proprie analisi sulla base delle quotazioni rilevate in data 20 maggio 2016.

Colombo ha individuato un campione di società comparabili per il quale ha determinato il multiplo Prezzo/Utile netto (P/E) quale valore mediano 2016E e 2018E.

Tali multipli sono stati applicati ai seguenti dati di BP e BPM:

- g) utile netto 2016 di BP, desunto dal Budget
- h) utile netto 2016 di BPM, desunto dal Budget
- i) utile netto 2018, per BPM e BP, "da consensus" ovvero quale dato medio desunto da report societari predisposti da primarie case di ricerca.

#### 5.1.3 Metodo della Regressione Lineare

Il Metodo della Regressione Lineare stima il valore di una società sulla base della correlazione esistente tra redditività prospettica del capitale proprio della società e il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto rettificato della stessa.

Tale correlazione può essere rappresentata tramite una regressione statistica dei dati riguardanti la redditività (espressa dall'atteso *Return on Average Tangible Equity* o "RoATE") ed il rapporto di capitalizzazione di mercato e Patrimonio Netto Tangibile ("PNT") per un campione di società comparabili.

Per l'applicazione del criterio in esame occorre:

- identificare un campione di banche quotate, comparabili con quella oggetto di valutazione, che presentino una correlazione significativa tra il rapporto P/PNT e il ROATE atteso;
- quantificare i parametri (coefficiente angolare e intercetta) della retta di interpolazione, attraverso la tecnica della regressione lineare.

Questi parametri, se significativi, sono poi applicati al RoATE prospettico e al PNT delle due società per determinarne il valore economico tramite l'equazione:

$$P/PNT = i + c \cdot \text{RoATE}$$

Dove:

- P/PNT = multiplo da applicare al PNT della società al fine di determinare il valore economico della società stessa
- i = intercetta della retta di regressione
- c = coefficiente angolare della retta di regressione
- RoATE = rapporto tra utile netto e patrimonio netto tangibile della società oggetto di analisi

La relazione ottenuta presenta un livello di significatività statistica tanto più soddisfacente quanto più l'indice  $R^2$  (coefficiente di correlazione), che misura la dispersione delle osservazioni intorno alla retta, si avvicina al 100%.

### BAML

Nell'applicazione del metodo della Regressione Lineare BAML ha predisposto due casi A e B (si veda il "Metodo dei Multipli di Borsa") e per ogni caso due scenari 1 e 2 differenziati rispetto all'ipotesi di non considerare/considerare ulteriori rettifiche su crediti straordinarie da effettuare durante il 2016E (€1 miliardo al lordo dell'effetto fiscale).

Il campione preso a riferimento è il medesimo utilizzato per il Metodo dei Multipli di Borsa e la retta di regressione è stata calcolata utilizzando come input il PNT al 31 marzo 2016 e i RoATE attesi per il 2016 e il 2017 dei *peers* selezionati per calcolare intercetta e pendenza della retta.

Tali parametri sono stati poi applicati agli stessi dati di BP e BPM per calcolare il valore economico delle due società.

Quali dati economici prospettici sono stati utilizzati i medesimi presi a riferimento nel Metodo dei Multipli di Borsa.

### Mediobanca

Nell'applicazione del Metodo della Regressione Lineare Mediobanca ha preso a riferimento il medesimo campione utilizzato per il Metodo dei Multipli di Borsa e la retta di regressione è stata calcolata utilizzando come input il PNT al 31 marzo 2016 e i RoATE attesi per il 2016 e il 2018 dei *peers* selezionati per calcolare intercetta e pendenza della retta.

Tali parametri sono stati poi applicati agli stessi dati di BP e BPM per calcolare il valore economico delle due società.

Quali dati economici prospettici sono stati utilizzati i medesimi presi a riferimento nel Metodo dei Multipli di Borsa.

### Colombo

Nell'applicazione del Metodo della Regressione Lineare Colombo ha preso a riferimento il medesimo campione utilizzato per il Metodo dei Multipli di Borsa e la retta di regressione è stata calcolata utilizzando come input il PNT al 31 marzo 2016 e i RoATE attesi per il 2016, il 2017 e il 2018 dei *peers* selezionati per calcolare intercetta e pendenza della retta.

Tali parametri sono stati poi applicati agli stessi dati di BP e BPM per calcolare il valore economico delle due società.

Quali dati economici prospettici sono stati utilizzati i medesimi presi a riferimento nel Metodo dei Multipli di Borsa.

Nell'applicazione della metodologia in esame si è tenuto conto dell'aumento di capitale e delle rettifiche su crediti addizionali per BP rispetto a quelle già realizzate nel primo trimestre del 2016.

#### 5.1.4

#### *Metodo del Dividend Discount Model nell'accezione del cd. Excess Capital ("DDM")*

Il Metodo del Dividend Discount Model determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie il metodo utilizzato è il DDM nella variante Excess Capital, in base al quale il valore economico di una società è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo, coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value*.

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1 + k_e)^i} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

- $W$  = Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione
- $k_e$  = Costo del capitale proprio
- $D_i$  = Flusso di cassa potenzialmente distribuibile nel periodo *i-esimo* di pianificazione esplicita
- $n$  = Periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni)
- $TV$  = Valore residuo o *Terminal Value* assunto come valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Per la determinazione del  $K_e$  è stata utilizzata la formula del CAPM riportata di seguito:

$$K_e = r_f + (MRP * \beta)$$

Dove:

- $r_f$  = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio: rendimento annuo lordo dei titoli di Stato a medio e lungo termine, ovvero nella fattispecie al rendimento del BTP decennale
- $MRP$  = Rendimento medio del mercato determinato sulla base del differenziale di rendimento di lungo periodo tra i titoli azionari e obbligazionari
- $\beta$  = Coefficiente di volatilità.

Ai fini della stima dei flussi distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento al Budget delle Banche per il 2016 e a dati di consensus per il 2017 e 2018.

#### BAML

Anche nell'applicazione del Metodo del DDM, BAML ha sviluppato due casi A e B (si veda il Metodo dei Multipli di Borsa) e per ogni caso due scenari 1 e 2.

### Mediobanca

A fini della determinazione dei flussi distribuibili è stato ipotizzato un livello patrimoniale minimo corrispondente ad un CET 1 ratio target pari al dato emerso dall'analisi di SREP a cui è stato aggiunto il buffer medio tra SREP e CET 1 effettivo per le principali banche italiane (2,48%). Il CET 1 ratio target ottenuto è stato quindi 12,0% per BP e 11,5% per BPM.

Il costo del capitale utilizzato è pari a 10,1% per BP e 9,4% per BPM.

### Colombo

A fini della determinazione dei flussi distribuibili è stato ipotizzato un livello patrimoniale minimo corrispondente ad un CET 1 ratio target corrispondente al CET 1 *Fully Loaded* al 31 dicembre 2015 pari a 12,40% per BP e a 12,20% per BPM.

Nell'applicazione del Metodo del DDM, Colombo ha incluso le rettifiche straordinarie su crediti aggiuntive.

Il Costo del capitale proprio utilizzato è pari al 10,00% per entrambe le società.

Nell'applicazione della metodologia in esame si è tenuto conto degli effetti economici dell'aumento di capitale di BP e delle rettifiche su crediti addizionali per BP rispetto a quelle già realizzate nel primo trimestre del 2016.

## **6**

### **Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio d'Amministrazione**

Le valutazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione, anche con l'assistenza e il supporto degli *Advisors*, è pervenuto, devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di valutazione che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- l'assenza di piani industriali aggiornati sviluppati su base *stand alone* sia per il Banco Popolare che per BPM approvati dai rispettivi Organi Amministrativi. Pertanto, ove rilevante ai fini dell'applicazione dei metodi di valutazione, le proiezioni utilizzate sono state desunte da (i) i budget 2016 approvati dal Banco Popolare in data 9 febbraio 2016 e da BPM in data 18 gennaio 2016 e (ii) una selezione di *report* di analisti finanziari di primarie case di ricerca sia per BP che per BPM;
- la valorizzazione dell'Aumento di Capitale del Banco Popolare ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione. Come comunicato al mercato, l'Aumento di Capitale si inserisce nel contesto dell'operazione di Fusione e risponde alle richieste avanzate dall'Autorità di Vigilanza volte ad assicurare che la Nuova Capogruppo, mantenendo una dotazione patrimoniale allineata a quelle più elevate nell'attuale panorama bancario italiano, innalzi il livello di copertura dei crediti deteriorati allineandosi ai valori più elevati tra le banche italiane, in modo da favorirne la cessione e così ridurre il rapporto tra crediti deteriorati e ammontare totale degli impieghi. Pertanto, ove rilevante ai fini dell'applicazione dei metodi di valutazione, l'Aumento di Capitale è stato considerato per la determinazione degli intervalli dei Rapporti di Partecipazione;

— capitale regolamentare: le due banche presentano modelli di calcolo dei propri ratio patrimoniali significativamente differenti. Infatti, se da un lato Banco Popolare ha già adottato i modelli A-IRB, BPM utilizza ancora i modelli *standard*; la validazione dei modelli A-IRB di BPM dovrebbe avvenire su base *stand alone* nei prossimi 12 / 18 mesi. Ai fini della valutazione, ove rilevante e applicabile, sono stati considerati gli effetti della validazione dei modelli A-IRB di BPM così come forniti da BPM in sede di discussioni con la Banca Centrale Europea antecedenti l'annuncio dell'operazione.

In relazione a quanto sopra riportato, ai fini della valutazione sono state effettuate le seguenti principali assunzioni:

- pieno riconoscimento del cosiddetto *negative goodwill* nel Common Equity Tier 1 capital ratio *fully phased*;
- l'eventuale rimborso delle azioni oggetto di recesso esercitato dai soci recedenti del Banco Popolare e BPM a seguito delle delibere assembleari di approvazione del Progetto di Fusione sarà realizzato senza impiego di fondi o di risorse proprie della Nuova Capogruppo, ma attraverso l'acquisto di tali azioni da altri azionisti nell'ambito dell'offerta in opzione delle azioni oggetto di recesso e/o da terzi nell'ambito del loro collocamento sul mercato successivamente al periodo di opzione in modo, tra l'altro, da non alterare i Rapporti di Partecipazione.

## 7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio d'Amministrazione e modalità di assegnazione delle azioni della Nuova Capogruppo e loro caratteristiche

### 7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione di BP

Il Banco Popolare, supportato dagli *Advisors*, in applicazione delle metodologie valutative sopra descritte, nel Consiglio di Amministrazione del 24 maggio 2016 ha individuato i seguenti *range* di Rapporto di Partecipazione BP:

Sintesi valutative: rapporti di partecipazione		
Metodo di valutazione	Rapporto di Partecipazione BP	
	MIN	MAX
Metodo delle Quotazioni di Borsa	46%	57%
Metodo dei Multipli di Borsa	50%	58%
Metodo della Regressione Lineare	48%	57%
Metodo del DDM	43%	54%
<b>Media dei metodi di valutazione</b>	<b>47%</b>	<b>56%</b>

All'interno di tali range, il Rapporto di Partecipazione BP (e conseguentemente il Rapporto di Partecipazione BPM) prescelto dal Consiglio è il seguente:



**Banco Popolare – Società Cooperativa**

*Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art.2501-sexies del Codice Civile*

12 settembre 2016

- i. ai soci del Banco Popolare sarà assegnato in concambio il 54,626% del capitale sociale della Nuova Capogruppo
- ii. ai soci di BPM sarà assegnato in concambio il 45,374% del capitale sociale della Nuova Capogruppo

che, in applicazione della metodologia evidenziata nel Progetto di Fusione, porta al seguente Rapporto di Cambio da sottoporre all'assemblea dei Soci con riferimento all'operazione di Fusione:

- 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni azione del Banco Popolare in circolazione al momento dell'efficacia della fusione
- 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni 6,386 azioni di BPM in circolazione al momento dell'efficacia della Fusione.

**7.2** ***Modalità di assegnazione delle azioni della Nuova Capogruppo e loro caratteristiche***

Secondo quanto riportato nel Progetto di Fusione, BP darà attuazione all'operazione di Fusione mediante:

- annullamento di tutte le azioni in circolazione di BP e BPM e sostituzione e concambio con azioni ordinarie della Nuova Capogruppo in base al rapporto di cambio sopra descritto;
- le azioni delle società partecipanti alla fusione detenute dalla medesime saranno annullate senza concambio;
- le azioni della Nuova Capogruppo che saranno assegnate in concambio ai Soci delle società partecipanti alla fusione saranno negoziate sull'MTA.

**8** **Lavoro svolto**

**8.1** ***Lavoro svolto sulla “documentazione utilizzata”, menzionata nel precedente paragrafo 4***

Come già indicato in precedenza:

- le Situazioni Patrimoniali di Fusione di BP e BPM sono state assoggettate a revisione contabile completa da parte di EY;
- il bilancio semestrale consolidato abbreviato al 30 giugno 2016 del Gruppo BP è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte di Deloitte;
- il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2016 del Gruppo BPM è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte di PWC.

Abbiamo inoltre:

- esaminato il Progetto di Fusione, le Situazioni Patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile e la Relazione del Consiglio di Amministrazione di BP indirizzata all'Assemblea Straordinaria dei Soci;
- esaminato gli statuti sociali di BP e di BPM;

- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sui rapporti di *due diligence* amministrativo-contabile svolti reciprocamente dal BP e da BPM con l'ausilio dei propri attuali revisori sui bilanci consolidati al 31 dicembre 2015;
- incontrato EY in qualità di società di revisione e analizzato le carte di lavoro relative alla revisione dei bilanci al 31 dicembre 2015 di BP e BPM.

## **8.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio**

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato le *fairness opinion* rilasciate da BAML e Mediobanca in merito alla congruità del Rapporto di Partecipazione BP;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dal Consiglio di Amministrazione di BP riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Partecipazione BP e del conseguente Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di BP, con il supporto degli *Advisors*, ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici di BP e di BPM coinvolte nella Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato e discusso con la Direzione di BP e con gli *Advisors* l'approccio valutativo, le metodologie adottate ed in generale il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte da BP e dagli *Advisors*;
- sviluppato *sensitivity analysis* nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata", descritta nel precedente paragrafo 4;
- discusso con la Direzione di BP e di BPM i criteri utilizzati per la redazione dei rispettivi Budget 2016 fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di attività previsionale;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione con il supporto degli *Advisors*;
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei legali rappresentanti di BP, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio.



## 9 **Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte**

Con riferimento al presente incarico si ritiene opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale del Consiglio di Amministrazione consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

In termini generali, pertanto, le valutazioni proposte non possono essere assunte quali indicazioni del valore assoluto delle Società interessate, né sono utilizzabili per finalità diverse da quelle strettamente connesse alla realizzazione dello scambio azionario nell'ambito dell'operazione di Fusione.

Ciò premesso, le nostre principali considerazioni relativamente alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati dal Consiglio di Amministrazione di BP sono le seguenti:

- la scelta degli Amministratori di BP di adottare, per la determinazione del Rapporto di Cambio, una pluralità di metodologie consistenti in (i) "Metodo delle Quotazioni di Borsa", (ii) "Metodo dei Multipli di Borsa", (iii) "Metodo della Regressione Lineare", (iv) "Metodo del DDM" risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame descrive ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;
- l'adozione, da parte di BP e degli *Advisors*, di una pluralità di metodologie ha consentito la realizzazione di una considerevole copertura di analisi;
- le metodologie valutative adottate da BP, anche con il supporto dagli *Advisors*, sono basate sull'applicazione di metodi noti in dottrina, universalmente accettati ed utilizzati nella prassi professionale. Tali metodologie sono ritenute, dalla teoria finanziaria, adeguate e correttamente applicabili con riferimento ad imprese che presentino prospettive tali da garantire la continuità aziendale;
- i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione di BP per la valutazione delle Banche coinvolte nell'operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;
- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "*stand alone*", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività delle due società;
- la pari dignità assegnata ai metodi utilizzati dagli Amministratori, con il supporto degli *Advisors*, nell'individuazione del *range* di valori di riferimento non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa;
- il Rapporto di Partecipazione BP individuato dal Consiglio di Amministrazione di BP ricade all'interno dei *range* richiamati in precedenza e determinati dal Consiglio di BP con il supporto degli *Advisors*;

- il riferimento ai prezzi di Borsa appare ragionevole, in presenza di società con elevata capitalizzazione, flottante ampio e diffuso e volumi scambiati elevati, come è nel caso di BP e BPM. Inoltre i rapporti di cambio derivanti dalle medie dei prezzi di borsa sono stati apprezzati e confermati nella loro validità dagli *Advisors* nelle rispettive relazioni. La scelta adottata dagli Amministratori di BP di utilizzare i prezzi di borsa ante 18 marzo 2016, l'ultima data di negoziazione dei titoli BP e BPM antecedente la convocazione dei rispettivi Organi Deliberativi riunitisi per esaminare i termini della fusione e approvare il Protocollo di Intesa, appare appropriata;
- l'identificazione di un campione di società comparabili nonché dei moltiplicatori adottati per l'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa è stata effettuata attraverso un processo razionale.

## 10

### **Limiti specifici emersi nell'espletamento del presente incarico**

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, in aggiunta a quanto già espresso dal Consiglio di Amministrazione, si segnala quanto segue:

- l'applicazione delle metodologie prescelte dal Consiglio di Amministrazione ha richiesto l'utilizzo di dati prospettici che sono per loro natura aleatori, soggetti a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;
- l'applicazione delle metodologie valutative è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macro-economico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima;
- con riferimento alle metodologie di mercato si precisa che le quotazioni di borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati;
- le risultanze dell'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa e del Metodo della Regressione Lineare scontano il differente contesto competitivo e di mercato del campione di società comparabili, nonché una differente dimensione aziendale di tali società comparabili;
- le analisi critiche delle metodologie utilizzate dagli Amministratori sono state da noi sviluppate avendo a riguardo la determinazione di valori relativi di BP e BPM.

Infine, ferma restando la ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie utilizzate, si segnala che il Consiglio di Amministrazione ha fissato il Rapporto di Cambio da sottoporre all'Assemblea straordinaria dei Soci del Banco Popolare Società Cooperativa sulla base di un Rapporto di Partecipazione BP che si colloca nella fascia più elevata dei *range* rinvenuti dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate.

Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del Rapporto di Cambio.



**Banco Popolare – Società Cooperativa**

*Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio  
delle azioni ai sensi dell'art.2501-sexies del Codice Civile*

12 settembre 2016

11

## **Conclusioni**

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure precedentemente indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrato nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare Società Cooperativa siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi, tenuto conto di quanto indicato ai precedenti paragrafi 9 e 10, siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, sulla base del Rapporto di Partecipazione BP contenuto nel Progetto di Fusione.

Verona, 12 settembre 2016

KPMG S.p.A.

Vito Antonini  
Socio