

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL RAPPORTO
DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 -
SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti della Banca Popolare di Milano S.c.a r.l.

Milano, 13 settembre 2016

Indice della Relazione

1	Motivo ed oggetto dell'incarico	1
2	Sintesi dell'Operazione	1
3	Natura e portata della presente relazione	4
4	Documentazione utilizzata	4
5	Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione di BPM per la determinazione del Rapporto di Cambio	7
5.1	Premessa.....	7
5.2	Considerazioni metodologiche generali	9
5.3	Descrizione dei metodi di valutazione.....	11
5.4	Applicazione dei metodi di valutazione da parte dell'Advisor Citigroup.....	14
5.5	Applicazione dei metodi di valutazione da parte dell'Advisor Lazard	19
6	Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dal Consiglio di Gestione	23
7	Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Gestione....	24
8	Lavoro svolto.....	25
9	Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione per la determinazione del Rapporto di Cambio	27
9.1	Premessa.....	27
9.2	Considerazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori.....	27
10	Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico	30
11	Conclusioni.....	32

1 Motivo ed oggetto dell'incarico

Nell'ambito della prospettata operazione di fusione ("Fusione" o "Operazione") tra la Banca Popolare di Milano S.c. a r.l. ("BPM" o "Banca") e il Banco Popolare - Società Cooperativa ("Banco Popolare" e, congiuntamente a BPM, le "Banche"), in data 18 aprile 2016 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza di BPM, quale esperto incaricato di redigere, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni BPM.

In tale ambito e al fine dello svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto da BPM, tra l'altro:

- (i) il progetto di fusione redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile (il "Progetto di Fusione"), che è stato approvato dal Consiglio di Gestione di BPM in data 24 maggio 2016, previo parere favorevole del Consiglio di Sorveglianza, e depositato presso la sede della Banca in data 30 giugno 2016;
- (ii) la relazione illustrativa del Consiglio di Gestione di BPM redatta ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, che indica, illustra e giustifica, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione e, in particolare, le modalità attraverso le quali è stato determinato il rapporto di cambio delle azioni BPM definito nell'ambito della Fusione ("Rapporto di Cambio BPM"). Tale relazione è stata approvata dal Consiglio di Gestione in data 12 settembre 2016 ("Relazione degli Amministratori").

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di BPM convocata in data 14 ottobre 2016 e in data 15 ottobre 2016, rispettivamente in prima e seconda convocazione.

2 Sintesi dell'Operazione

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, in data 23 marzo 2016, BPM e il Banco Popolare, previa approvazione da parte dei rispettivi organi amministrativi, hanno sottoscritto un protocollo di intesa che disciplina i punti essenziali di un'operazione di fusione tra le stesse ("Protocollo di Intesa"), da attuarsi, ai sensi dell'articolo 2501 e ss. del Codice Civile, mediante la costituzione di una nuova società bancaria in forma giuridica di società per azioni ("Nuova Capogruppo") denominata Banco BPM. La Nuova Capogruppo svolgerà al contempo la funzione di banca e di *holding* capogruppo con funzioni operative nonché di coordinamento e direzione unitaria su tutte le società appartenenti al gruppo risultante dalla Fusione ("Gruppo").

Attraverso la Fusione, sia BPM sia Banco Popolare - che hanno accertato di avere un attivo superiore alla soglia di Euro 8 miliardi ai sensi dell'articolo 29, comma 2-bis del Testo Unico Bancario (Tub) - realizzeranno la rispettiva trasformazione da società cooperative in società per azioni in conformità alle previsioni del citato articolo 29, comma 2-ter del Tub.

Sarà richiesta l'ammissione alla quotazione sul mercato telematico azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. delle azioni della Nuova Capogruppo che verranno emesse per effetto della Fusione, senza soluzione di continuità con la quotazione delle azioni di BPM e di Banco Popolare e con decorrenza a partire dalla data di efficacia della Fusione.

La relazione degli Amministratori dopo aver descritto gli elementi essenziali dell'Operazione inclusi i profili giuridici, delinea le fasi del progetto di integrazione: lo scorporo da parte della BPM a favore di una società bancaria già esistente di un ramo aziendale e il rafforzamento patrimoniale del Banco Popolare.

Lo scorporo

Nell'ambito dell'operazione di Fusione, subordinatamente al perfezionamento della stessa e all'ottenimento delle autorizzazioni di legge, gli Amministratori hanno previsto un'operazione di scorporo da attuarsi attraverso un conferimento, a favore di una società bancaria già esistente, di alcune attività comprendenti la rete di sportelli di BPM ("Scorporo"). Ove lo Scorporo venisse posto in essere, la società beneficiaria dello Scorporo: (i) avrà la forma di società per azioni e adotterà la denominazione concordata tra BPM e Banco Popolare; (ii) all'esito della Fusione risulterà essere controllata dalla Nuova Capogruppo; (iii) svolgerà la funzione di banca-rete sottoposta alla direzione e coordinamento della Nuova Capogruppo (presso cui saranno centralizzate le funzioni amministrative, di pianificazione, di tesoreria e le altre funzioni centrali); e (iv) avrà una struttura organizzativa "leggera" coerente con la predetta natura di banca-rete tale da non generare duplicazioni di costi e sovrapposizioni con la struttura organizzativa del Gruppo. Entro un ragionevole periodo di tempo dalla data di perfezionamento dello Scorporo e, comunque, con effetto a partire dal terzo anno successivo alla data di efficacia della Fusione, la società beneficiaria dello Scorporo verrà incorporata nella Nuova Capogruppo.

Il rafforzamento patrimoniale del Banco Popolare

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, il Banco Popolare - prima della data in cui si terranno le Assemblee straordinarie dei soci del Banco Popolare stesso e di BPM chiamate ad approvare la Fusione - dia esecuzione a un'operazione di rafforzamento patrimoniale per l'importo complessivo di Euro 1 miliardo ("Aumento di Capitale"). Il predetto rafforzamento patrimoniale ha rappresentato una delle condizioni richieste dalla Banca Centrale Europea in sede di valutazione preliminare dell'operazione di integrazione tra BPM e il Banco Popolare. In tale sede, infatti, la Banca Centrale Europea ha evidenziato come la società nascente dalla Fusione, in considerazione del ruolo che andrà a ricoprire nel mercato italiano, debba dotarsi, sin dall'inizio, di una forte posizione in termini di capitale e qualità degli assets, in grado di consentirle di fronteggiare anche un contesto finanziario avverso e ponendo il Gruppo nascente dalla Fusione a un livello di patrimonializzazione allineato alla *best practice* europea e italiana e con un livello di copertura dei crediti deteriorati allineato ai più elevati *standard* del sistema bancario nazionale.

L'Aumento di Capitale si è positivamente concluso in data 22 giugno 2016 e, a seguito della vendita dei diritti di opzione non esercitati in data 24 e 27 giugno 2016, nonché della sottoscrizione dell'inoptato da parte di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Bank of America Merrill Lynch, l'Aumento di Capitale è risultato interamente sottoscritto attraverso l'emissione di complessive n. 465.581.304 azioni ordinarie per un controvalore complessivo pari a Euro 996.343.990,56.

Le motivazioni economiche e strategiche dell'Operazione e gli obiettivi gestionali

La Relazione degli Amministratori illustra le motivazioni economiche e strategiche dell'Operazione nonché i principali obiettivi gestionali. In particolare, gli Amministratori riportano che il progetto di integrazione ha l'obiettivo di creare il terzo gruppo bancario italiano con una rete di circa 2.500 sportelli concentrati nel Nord Italia basata su un modello distributivo multicanale. Ad avviso degli Amministratori, l'elevata complementarietà delle due Banche e la natura domestica dell'operazione offre la prospettiva di generare significative sinergie, suscettibili di creare valore per gli azionisti nel medio termine nonché la capacità di realizzare una serie di obiettivi industriali, societari, patrimoniali e finanziari, tra cui i seguenti:

- la costituzione di un gruppo bancario in grado di competere con i principali operatori a livello nazionale e con potenzialità di sviluppo internazionale;
- il mantenimento di solidi coefficienti patrimoniali e di liquidità, in linea con le *best practice* di settore, anche attraverso l'omogeneizzazione dei modelli interni di misurazione dei rischi, nel rispetto delle previsioni regolamentari;
- il conseguimento di economie di scala e di scopo attraverso l'integrazione delle rispettive strutture e l'individuazione di una struttura organizzativa efficace, supportata da un modello operativo avanzato e da una innovata architettura IT.

Le condizioni dell'Operazione

Il Protocollo di Intesa e il Progetto di Fusione prevedono che il perfezionamento dell'Operazione sia subordinato, oltre che all'approvazione del Progetto di Fusione da parte dei rispettivi organi sociali, anche al rilascio delle autorizzazioni e/o nulla osta da parte delle competenti Autorità di Vigilanza e regolamentari.

Qualora le predette condizioni sospensive non dovessero essere soddisfatte entro il termine del 1° novembre 2016 - eventualmente prorogabile d'accordo tra le parti qualora a tale data fossero state ottenute le prescritte autorizzazioni delle Autorità di Vigilanza e dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e si fosse in attesa delle autorizzazioni di CONSOB e Borsa Italiana S.p.A. in relazione alla quotazione delle azioni della Nuova Capogruppo - e, in particolare, entro tale data non dovesse concludersi il processo di approvazione dell'Operazione da parte dei competenti organi sociali di ciascuna delle Banche ovvero non dovessero essere ottenute le necessarie autorizzazioni e/o nulla osta da parte delle Autorità, il Protocollo di Intesa si intenderà privo di ogni efficacia (e le parti saranno liberate, con effetto retroattivo dalla data di sottoscrizione del Protocollo di Intesa, dalle obbligazioni e diritti ivi previsti).

L'efficacia del Protocollo di Intesa è stata, inoltre, sottoposta alla condizione risolutiva della mancata esecuzione dell'Aumento di Capitale. Come precedentemente richiamato, l'Aumento di Capitale è risultato integralmente sottoscritto.

Le autorizzazioni ricevute

Il 26 luglio 2016 l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha comunicato l'avvenuto rilascio del nulla-osta *Antitrust* ai sensi dell'articolo 16, comma 4 della legge 10

ottobre 1990 n. 287 e in particolare di aver *"deliberato di non procedere all'avvio dell'istruttoria sull'operazione ... in quanto essa non dà luogo a costituzione o rafforzamento di posizione dominante, tale da eliminare o ridurre in modo sostanziale e durevole la concorrenza"*.

In data 8 settembre 2016, Banca d'Italia, considerato l'esito dell'istruttoria condotta dalla stessa e l'assenza di obiezioni da parte della Banca Centrale Europea, ha rilasciato l'autorizzazione alla fusione ai sensi dell'articolo 57 del Tub.

In data 9 settembre 2016 la Banca Centrale Europea ha rilasciato l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria in capo alla Nuova Capogruppo.

In data 12 settembre 2016 il Consiglio di Gestione di BPM ha approvato la relazione illustrativa, redatta ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile, che descrive e giustifica, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione, e in particolare le modalità attraverso le quali è stato determinato il Rapporto di Cambio BPM, e ha convocato l'assemblea straordinaria degli azionisti di BPM per il 14 ottobre e il 15 ottobre 2016, rispettivamente in prima e in seconda convocazione, per l'approvazione del Progetto di Fusione.

3 Natura e portata della presente relazione

La presente relazione, ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile, ha la finalità di illustrare i metodi seguiti dal Consiglio di Gestione di BPM nonché, le eventuali difficoltà dallo stesso incontrate nella determinazione del Rapporto di Cambio BPM, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione di BPM, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Banche. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Gestione di BPM, avvalendosi anche dell'assistenza fornita dagli *Advisor* finanziari incaricati.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro, abbiamo ottenuto direttamente da BPM i documenti e le informazioni ritenute utili ai fini del nostro incarico. Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente principale documentazione:

- le relazioni di stima predisposte da Citigroup Global Markets Limited ("Citigroup") e da Lazard S.r.l. ("Lazard" e, congiuntamente a Citigroup, gli "*Advisor*") in qualità di

consulenti del Consiglio di Gestione della Banca; tali relazioni, datate 24 maggio 2016, espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo dagli *Advisor*;

- la documentazione, utilizzata dagli *Advisor* per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
 - il Resoconto intermedio di gestione consolidato di BPM e il Resoconto intermedio di gestione consolidato del Banco Popolare al 31 marzo 2016;
 - i bilanci d'esercizio e consolidato di BPM relativi agli esercizi 2013, 2014, 2015, corredati dalle relazioni del Consiglio di Gestione e del Consiglio di Sorveglianza e dalle nostre relazioni di revisione;
 - i bilanci d'esercizio e consolidato del Banco Popolare relativi agli esercizi 2013, 2014 e 2015, corredati dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale e dalle nostre relazioni di revisione;
 - le stime elaborate da alcuni analisti finanziari ("*Proiezioni*"), in merito alla redditività prospettica di BPM e del Banco Popolare, per il periodo 2016-2018. Le *Proiezioni* sono state tratte da alcuni *broker report* selezionati dal *management* delle Banche, al fine di riflettere sostanzialmente le migliori stime e valutazioni del *management* di BPM e del Banco Popolare in merito alla *performance* futura delle rispettive Banche;
 - il computo del dividendo distribuito agli azionisti di BPM e del Banco Popolare, relativo al risultato dell'esercizio 2015, rispettivamente, in data 18 aprile 2016 e 23 maggio 2016;
 - l'andamento delle quotazioni di Borsa dei titoli delle Banche su diversi orizzonti temporali;
 - il Rapporto finale relativo all'attività di *Due Diligence* svolta da PricewaterhouseCoopers S.p.A. ("*PWC*") sul Banco Popolare ed emesso in data 4 maggio 2016;
 - la documentazione a supporto del calcolo del costo del capitale, dei multipli di società comparabili e dei premi riconosciuti in fusioni precedenti.

Inoltre, sempre per le specifiche finalità delle presente relazione, abbiamo analizzato la seguente ulteriore documentazione:

- il Protocollo di Intesa;
- il Progetto di Fusione;
- la Relazione degli Amministratori e le bozze della stessa;
- la Relazione finanziaria consolidata semestrale di BPM al 30 giugno 2016, corredata dalla relazione della società di revisione PWC;

- la Relazione finanziaria consolidata semestrale del Banco Popolare al 30 giugno 2016, corredata dalla relazione della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. ("DT");
- gli Statuti vigenti di BPM e del Banco Popolare e il testo dello Statuto della Nuova Capogruppo che verrà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria delle due Banche;
- le *Fairness Opinion*, emesse dagli *Advisor* in data 24 maggio 2016, relative alla congruità, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di BPM della quota percentuale del capitale della Nuova Capogruppo che verrà loro assegnata a seguito della Fusione;
- il documento congiunto denominato "*Progetto Visconti - Materiale per il Consiglio di Gestione e per il Consiglio di Sorveglianza*" emesso dagli *Advisor* in data 24 maggio 2016;
- i fogli di lavoro predisposti dagli *Advisor* a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Banche per la determinazione del Rapporto di Cambio BPM;
- il rapporto finale relativo all'attività di *Due Diligence* svolta da DT su BPM ed emesso in data 10 maggio 2016;
- il *Budget* 2016 di BPM approvato dal Consiglio di Gestione del 18 gennaio 2016;
- i verbali delle riunioni del Consiglio di Gestione e del Consiglio di Sorveglianza di BPM per il periodo dal 1° gennaio 2016 sino alla data della presente relazione;
- la lettera inviata dalla Banca Centrale Europea alle Banche in data 12 febbraio 2016 denominata "*Banco Popolare and Banca Popolare di Milano potential merger*";
- le autorizzazioni della Banca d'Italia e della Banca Centrale Europea, rilasciate rispettivamente in data 8 settembre 2016 e 9 settembre 2016;
- i comunicati stampa congiunti e relativi alle autorizzazioni Banca d'Italia e BCE rilasciati rispettivamente in data 8 e 9 settembre 2016;
- la comunicazione dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato del 26 luglio 2016 in cui viene rilasciato il nulla osta *Antitrust*, ai sensi della Legge 10 ottobre 1990, n. 287;
- il comunicato stampa del Banco Popolare del 1° giugno 2016, relativo all'annuncio della proposta di Aumento di Capitale per massimi Euro 1 miliardo, approvato dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare in data 10 maggio 2016;
- il comunicato stampa del Banco Popolare del 29 luglio 2016 relativo ai risultati del Banco Popolare nello *Stress Test* condotto dall'*European Banking Authority*, in

collaborazione con Banca d'Italia, la Banca Centrale Europea, la Commissione Europea ed il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico;

- i comunicati stampa di BPM relativi alla Fusione diffusi in data 23 marzo, 10 maggio, 16 maggio e 24 maggio 2016;
- il comunicato stampa congiunto delle Banche del 1° luglio 2016 in merito alla determinazione dei rapporti di cambio a seguito della conclusione dell'Aumento di Capitale.

Abbiamo altresì utilizzato ulteriori elementi contabili e statistici, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo, infine, ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla BPM in data 13 settembre 2016, a firma del legale rappresentante, che per quanto a conoscenza del Consiglio di Gestione di BPM, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni sottostanti la determinazione del Rapporto di Cambio BPM che comportino una variazione dello stesso.

5 Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione di BPM per la determinazione del Rapporto di Cambio

5.1 Premessa

Considerate le complessità connesse alla determinazione del Rapporto di Cambio BPM ed alla valutazione della sua congruità, il Consiglio di Gestione di BPM si è avvalso di *Advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità ai fini della determinazione degli elementi economici della Fusione, ai quali è stato affidato anche l'incarico di verificare la congruità del Rapporto di Cambio BPM adottato per la Fusione.

A titolo informativo, si ricorda che il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare, ai fini della determinazione del relativo rapporto di cambio per la Fusione, si è avvalso della consulenza di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A., Bank of America Merrill Lynch e Colombo & Associati.

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione, non era stato ancora approvato e concluso l'Aumento di Capitale del Banco Popolare. Di conseguenza nell'ambito delle analisi predisposte dagli *Advisor* a supporto del Consiglio di Gestione di BPM, non sono stati individuati intervalli in merito al Rapporto di Cambio BPM da riconoscere nell'ambito della Fusione, bensì i rapporti di partecipazione da questa derivanti. Solamente in via successiva alla conclusione dell'Aumento di Capitale è stato stimato il Rapporto di Cambio BPM.

Di conseguenza, nel Protocollo di Intesa e nel Progetto di Fusione, BPM e il Banco Popolare, con l'assistenza dei rispettivi *Advisor* finanziari, hanno concordato che, tenuto conto delle rispettive contribuzioni, la Fusione avvenga sulla base dei rapporti di cambio determinati in applicazione dei seguenti rapporti di partecipazione:

- (i) agli azionisti di BPM sarà assegnato in concambio il 45,374% del capitale sociale della Nuova Capogruppo ("Rapporto di Partecipazione BPM");

- (ii) agli azionisti del Banco Popolare sarà assegnato in concambio il 54,626% del capitale sociale della Nuova Capogruppo (“**Rapporto di Partecipazione BP**” e, congiuntamente al Rapporto di Partecipazione BPM, i “**Rapporti di Partecipazione**”).

I Rapporti di Partecipazione sono stati determinati da BPM e dal Banco Popolare, con il supporto dei rispettivi *Advisor* finanziari, tenendo conto delle seguenti assunzioni:

- l’Aumento di Capitale nella sua interezza (pertanto, nessuna rettifica è stata apportata a tali rapporti per effetto del perfezionamento dell’Aumento di Capitale);
- i dividendi ordinari distribuiti rispettivamente da BPM (pari a complessivi Euro 118.537.025,62) e il Banco Popolare (pari a complessivi Euro 54.326.940,90) a valere sull’utile dell’esercizio chiuso al 31 dicembre 2015.

Il Protocollo di Intesa e il Progetto di Fusione hanno inoltre previsto che i rapporti di cambio relativi alla Fusione fossero determinati a seguito della fissazione del numero di azioni del Banco Popolare da emettere a servizio dell’Aumento di Capitale e in modo da rispettare i predetti Rapporti di Partecipazione.

In particolare, i rapporti di cambio - in termini di esatto numero di azioni della Nuova Capogruppo da assegnare in concambio alle azioni BPM e Banco Popolare che verranno annullate per effetto della Fusione - sono stati definiti come segue:

- 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni azione del Banco Popolare in circolazione al momento dell’aggregazione, ivi incluse le azioni emesse a servizio dell’Aumento di Capitale (“**Rapporto di Cambio BP**”), e
- 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni “X” azioni di BPM in circolazione al momento dell’aggregazione (già “**Rapporto di Cambio BPM**” e, insieme al Rapporto di Cambio BP, i “**Rapporti di Cambio**”), dove X sarà determinato sulla base della seguente formula “**Formula per il Rapporto di Cambio BPM**”):

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

dove:

Azioni BP Post Aumento di Capitale = (numero delle azioni di BP che risultano emesse alla data del Protocollo d’Intesa) - (numero delle Azioni Proprie BP) + (numero delle azioni BP emesse a servizio dell’Aumento di Capitale);

Azioni BPM = (numero delle azioni di BPM che risultano emesse alla data del Protocollo d’Intesa) - (numero delle Azioni Proprie BPM).

Si precisa, inoltre, che i Rapporti di Partecipazione si basano sulle seguenti informazioni e ipotesi:

- al momento della Fusione il Banco Popolare detenga 94.936 azioni proprie (le “**Azioni**”

Proprie BP”) e che tutte le azioni proprie detenute dal Banco Popolare siano annullate;

- al momento della Fusione BPM detenga 1.524.259 azioni proprie (le “Azioni Proprie BPM”) e che tutte le azioni proprie detenute da BPM siano annullate.

A seguito della conclusione dell’Aumento di Capitale del Banco Popolare, che ha comportato l’emissione di n. 465.581.304 azioni ordinarie, è stato di conseguenza individuato il Rapporto di Cambio BPM in 1 (una) azione della Nuova Capogruppo per ogni 6,386 azioni di BPM in circolazione al momento dell’aggregazione.

5.2 Considerazioni metodologiche generali

Approccio metodologico

Le valutazioni di BPM e del Banco Popolare ai fini della determinazione dei Rapporti di Partecipazione sono state effettuate secondo principi e metodi utilizzati nella prassi, anche internazionale, per operazioni di analoga tipologia ed entità.

Tali valutazioni sono state effettuate con l’ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle due società, dando preminenza all’omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle società considerate singolarmente, e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione. L’obiettivo perseguito è stato quello di definire, attraverso metodologie e assunzioni omogenee, valori confrontabili di BPM e del Banco Popolare al fine di giungere alla fissazione di un intervallo di congruità ragionevole dei Rapporti di Partecipazione e pertanto, in nessun caso, le stesse valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

Le valutazioni su base *stand alone* riflettono la situazione attuale e le prospettive future delle due società considerate in maniera indipendente, trascurando gli effetti della Fusione, ivi incluse le sinergie o dissinergie conseguibili.

In particolare, nell’ambito delle Operazioni di Fusione, il principio alla base delle valutazioni è riscontrabile nell’omogeneità relativa dei criteri di stima adottati. Tale principio si traduce nella selezione di quei metodi che rispondono ad una medesima logica valutativa e risultano più appropriati alle specifiche caratteristiche delle società coinvolte nell’operazione, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio.

Nell’ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni similari e tenuto conto dei limiti e delle restrizioni rilevanti nel caso di specie, per esprimere valutazioni relative di BPM e del Banco Popolare ai fini della determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM, anche sulla base delle analisi predisposte dagli *Advisor*, sono state utilizzate le seguenti metodologie:

- il metodo dei rapporti tra le quotazioni di mercato dei titoli delle due Banche;
- il metodo dei flussi di dividendo attualizzati (cd. *Dividend Discount Model* o “DDM”);
- il metodo dei multipli di Borsa;

- l'analisi di regressione lineare;
- l'analisi dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca (tale metodo è stato considerato esclusivamente a fini di controllo).

Nell'ambito dell'applicazione delle metodologie valutative sopra riportate, il Consiglio di Gestione di BPM ha tenuto conto dell'indisponibilità di proiezioni finanziarie *stand alone* delle Banche. In particolare, gli ultimi piani industriali disponibili di BPM e Banco Popolare, approvati rispettivamente a marzo e a febbraio 2014, non sono omogenei in termini temporali e si basano su ipotesi macroeconomiche non più attuali.

Di conseguenza, ai fini valutativi le proiezioni ("Proiezioni") sono state estrapolate da una selezione di *report* di analisti finanziari sia per BPM che per il Banco Popolare, coerenti con le aspettative di medio periodo del *management* delle due Banche. In particolare, la selezione dei *report* in oggetto è stata concordata tra BPM e il Banco Popolare nell'ambito delle discussioni antecedenti l'annuncio della Fusione, tenendo in considerazione, *inter alia*, anche i risultati attesi di *Budget 2016* approvati da BPM in data 18 gennaio 2016 e dal Banco Popolare in data 9 febbraio 2016.

Infine, nell'ambito dell'applicazione di tali metodologie valutative, il Consiglio di Gestione di BPM ha segnalato come la *Due Diligence* contabile e legale, di natura confirmatoria, che ciascuna delle parti ha effettuato sull'altra parte, ai sensi del Protocollo di Intesa, non ha fatto emergere l'esistenza di scostamenti significativi rispetto ai valori considerati dalle parti ai fini della determinazione dei Rapporti di Partecipazione. Inoltre, gli Amministratori hanno evidenziato che entro la data di approvazione del Progetto di Fusione da parte degli organi amministrativi di BPM e del Banco Popolare, non si sono verificati fatti o situazioni che, individualmente e/o nel loro insieme, siano stati tali da comportare scostamenti significativi rispetto ai valori considerati dalle parti ai fini della determinazione dei Rapporti di Partecipazione.

Situazioni patrimoniali e data di riferimento della valutazione

Ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del Codice Civile, il Consiglio di Gestione di BPM ha ritenuto opportuno utilizzare:

- per BPM: il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2015, approvato dal Consiglio di Sorveglianza in data 30 marzo 2016;
- per il Banco Popolare: il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015, approvato dall'Assemblea dei Soci in data 19 marzo 2016.

Il Consiglio di Gestione di BPM ha inoltre assunto che, per ciascuna delle due Banche, nel periodo intercorrente tra le situazioni patrimoniali utilizzate e la data della Relazione degli Amministratori, non si siano verificati eventi tali da modificarne in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario, ad eccezione: (i) dell'Aumento di Capitale e (ii) degli accantonamenti incrementali su crediti concordati con la Banca Centrale Europea ("Accantonamenti Incrementali"), in parte già eseguiti nel corso del primo trimestre 2016 dal Banco Popolare.

Stante i criteri di valutazione utilizzati, come di seguito descritti, le valutazioni effettuate dal Consiglio di Gestione di BPM, con il supporto degli *Advisor*, sono riferite alle condizioni economiche e di mercato alla data del 18 maggio 2016, ad eccezione del metodo delle quotazioni di Mercato e dell'analisi dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca, per i quali si è fatto riferimento alla data del 22 marzo 2016, ossia l'ultima data di negoziazione dei titoli di BPM e del Banco Popolare antecedente alle riunioni degli organi deliberanti delle due Banche chiamati ad esaminare i termini della Fusione e ad approvare il Protocollo d'Intesa.

5.3 Descrizione dei metodi di valutazione

Sono di seguito riportate le descrizioni delle metodologie valutative adottate dal Consiglio di Gestione di BPM, sulla base delle analisi predisposte dagli *Advisor*.

Le quotazioni di mercato

Il metodo delle quotazioni di mercato consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuitole dal mercato nel quale le azioni della società sono trattate.

Per le società quotate tale metodologia rappresenta un valido riferimento valutativo, in quanto incorpora tutte le informazioni pubblicamente disponibili, sebbene il grado di significatività del confronto tra prezzi di mercato dipenda dal verificarsi di determinate condizioni. In particolare, è necessario che le società oggetto di valutazione siano dotate di sufficiente flottante, che i titoli delle stesse siano sufficientemente liquidi e negoziati in mercati caratterizzati da un adeguato livello di efficienza, che l'orizzonte temporale di riferimento per la rilevazione delle quotazioni borsistiche sia significativo al fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative.

Nel caso specifico, l'analisi delle quotazioni di mercato è stata ritenuta significativa in quanto le azioni di BPM e del Banco Popolare:

- sono quotate da un ragionevole periodo di tempo;
- hanno una buona copertura della ricerca azionaria;
- contano un discreto numero di investitori istituzionali;
- presentano elevati livelli di liquidità.

Al fine dell'applicazione del criterio delle quotazioni di mercato si è ritenuto opportuno considerare l'andamento dei corsi di BPM e del Banco Popolare in un arco temporale sufficientemente ampio al fine di mitigare le fluttuazioni speculative di breve periodo sino alla data del 22 marzo 2016, ultima data antecedente l'approvazione del Protocollo d'Intesa. In particolare, in aggiunta ai prezzi registrati alla data del 22 marzo 2016 sono state considerate le medie delle quotazioni dei titoli BPM e Banco Popolare relative a 1 mese, 3 mesi e 6 mesi precedenti ed incluso il 22 marzo 2016.

Non sono stati considerati i prezzi successivi al 22 marzo 2016 in quanto si presumono non più rappresentativi di valori *stand alone*.

Il Dividend Discount Model

Il metodo del *Dividend Discount Model* nella sua accezione cd. *Excess Capital* si basa sull'ipotesi che il valore di un'impresa sia pari al valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro, ipotizzati pari al flusso dei dividendi distribuibili mantenendo una struttura patrimoniale adeguata, sulla base di considerazioni relative alla normativa vigente e di natura economica, per sostenere lo sviluppo futuro atteso, prescindendo quindi dalla politica dei dividendi effettivamente prevista o storicamente adottata dal *management*.

In base a questa metodologia, il valore di un'impresa è pari alla somma del valore dei dividendi futuri attualizzati e del valore terminale della stessa, calcolati secondo, la formula seguente:

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

dove:

- V = Valore economico dell'impresa
- D_t = Dividendo annuo massimo distribuibile, nel periodo *t-esimo*, mantenendo un'adeguata struttura patrimoniale
- n = Numero degli anni di proiezione
- ke = Costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione dei dividendi)
- TV = *Terminal Value*, che esprime il valore dei flussi oltre il periodo di previsione esplicita, secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{D_p(1+g)}{(ke-g)}$$

dove:

- D_p = Dividendo annuo massimo distribuibile in *perpetuity*
- g = tasso di crescita di lungo periodo

I multipli di Borsa

Secondo il criterio dei multipli di Borsa, il valore di un'impresa si determina assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a imprese aventi caratteristiche simili e omogenee a quelle oggetto di valutazione.

Il criterio si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune

integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione di riferimento;
- calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi, per il settore oggetto di analisi e per le società selezionate nell'intervallo temporale ritenuto appropriato;
- identificazione dell'intervallo di multipli da applicare alla società oggetto di valutazione;
- applicazione dei multipli così ottenuti alle corrispondenti variabili della società oggetto di valutazione, determinando un intervallo di valori per la società medesima.

L'analisi di regressione lineare

Il criterio della regressione lineare determina il valore del capitale utilizzando la correlazione statistica esistente tra la redditività media prospettica del capitale proprio (*return on average tangible equity* "ROATE") e il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e patrimonio netto tangibile (rapporto "P/PNT" dove "P" indica la capitalizzazione di Borsa e "PNT" il patrimonio netto tangibile o *tangible book value*).

Nel dettaglio, tale correlazione - espressa con la tecnica della regressione lineare - consente di stimare il valore del capitale dell'azienda in funzione della sua redditività media attesa e della sua consistenza patrimoniale.

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;
- determinare il valore del capitale dell'azienda oggetto di stima sulla base dei parametri individuati al punto precedente ed in funzione dei dati di ROATE e patrimonio netto tangibile della medesima azienda.

Prezzi obiettivo degli analisti di ricerca

Gli analisti di ricerca sintetizzano le proprie raccomandazioni su società quotate in relazione ai titoli delle società oggetto di analisi individuando un "prezzo obiettivo" o "*target price*" dei titoli stessi, che offra un'indicazione del valore delle società nel medio termine.

Secondo questa metodologia, applicabile in presenza di una copertura adeguata da un punto di vista qualitativo e quantitativo dei titoli oggetto di valutazione, il valore dell'impresa è stimato sulla base della media dei *target price* individuati dagli analisti di ricerca.

5.4 Applicazione dei metodi di valutazione da parte dell'Advisor Citigroup

Sono di seguito riportati i dettagli in merito all'applicazione delle sopra riportate metodologie valutative effettuate dall'Advisor Citigroup a supporto del Consiglio di Gestione di BPM.

Nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM, dei multipli di Borsa e dell'analisi di regressione, Citigroup ha provveduto a determinare gli intervalli del Rapporto di Partecipazione BPM tenendo anche in considerazione i risultati emersi dalla *Due Diligence* effettuata da PWC sul Banco Popolare. In particolare è stato fatto riferimento ai seguenti elementi rettificativi del valore del Banco Popolare:

- le potenziali rettifiche su crediti derivanti da un'analisi effettuata su un campione di posizioni pari a circa Euro 76 milioni;
- le perdite potenziali derivanti dai contenziosi fiscali in essere pari a circa Euro 280 milioni;
- le perdite potenziali derivanti dalla conversione di attività fiscali differite in crediti fiscali per un ammontare superiore a quanto previsto dalle disposizioni normative comprese in un intorno tra Euro 44 milioni ed Euro 133 milioni;
- i potenziali proventi derivanti dalla valutazione al *fair value* del portafoglio immobiliare pari a Euro 168 milioni.

A fronte di tali elementi è stato inoltre stimato il relativo effetto fiscale. Citigroup non ha invece tenuto conto dei seguenti elementi emersi dalla *Due Diligence* di PWC:

- le perdite potenziali derivanti dal contenzioso relativo alla classificazione come derivato del credito nei confronti di Pandette S.r.l. pari circa Euro 30 milioni. Tale elemento non è stato tenuto in considerazione in quanto in data 29 aprile 2016 il Banco Popolare ha annunciato di aver raggiunto un accordo con Pandette S.r.l. in merito a tale contenzioso senza alcun effetto a livello economico e patrimoniale;
- i potenziali proventi derivanti dalla valutazione al *fair value* del portafoglio di attività mantenute fino a scadenza pari a circa Euro 275 milioni. Tale elemento non è stato preso in considerazione in quanto già riportato nella nota integrativa al bilancio al 31 dicembre 2015 del Banco Popolare e, pertanto, noto al mercato.

Citigroup ha inoltre verificato la sostanziale conferma dell'intervallo del Rapporto di Partecipazione BPM derivante dall'applicazione delle metodologie valutative anche escludendo i risultati della *Due Diligence* effettuata da PWC.

Applicazione del metodo delle quotazioni di mercato

Al fine dell'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato, Citigroup ha fatto riferimento ai seguenti elementi determinati con riferimento ai prezzi di chiusura dei titoli delle Banche:

- la quotazione puntuale alla data del 22 marzo 2016, ossia nel giorno precedente alla comunicazione al mercato della Fusione;
- la media semplice e la media ponderata per i volumi negoziati delle quotazioni relative

al mese precedente e incluso il 22 marzo 2016;

- la media semplice e la media ponderata per i volumi negoziati delle quotazioni relative ai 3 mesi precedenti e incluso il 22 marzo 2016.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Citigroup ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale.

Sempre con riferimento al Banco Popolare, non sono invece state considerate le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali, in considerazione della conoscenza di tale elemento da parte del mercato e, di conseguenza, ritenendo che le quotazioni di Borsa riflettano già tale componente.

Applicazione del metodo DDM

Al fine dell'applicazione del DDM, coerentemente con la formula valutativa precedentemente riportata, Citigroup ha fatto riferimento agli elementi di seguito descritti:

- in considerazione dell'indisponibilità di piani industriali *stand alone* delle Banche, come precedentemente riportato, è stato fatto riferimento alle Proiezioni estrapolate da una selezione di *report* di analisti finanziari sia per BPM che per il Banco Popolare, coerenti con le aspettative di medio periodo del *management* delle due Banche e relative al periodo 2016-2018;
- con specifico riferimento alle Proiezioni di BPM, l'*Advisor* ha provveduto a rettificare gli assorbimenti patrimoniali derivanti dalle Proiezioni, sulla base dell'attesa validazione della metodologia *Advanced Internal Rating Based Approach* ("AIRB"). Le stime in merito all'impatto sulle Proiezioni derivanti dalla validazione della metodologia AIRB sono state effettuate dal *management* di BPM. Tale rettifica non si è resa necessaria per il Banco Popolare in quanto quest'ultimo ha già ottenuto la validazione della metodologia AIRB;
- ai fini della stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili è stato fatto riferimento ad un coefficiente di patrimonializzazione minimo ritenuto adeguato a supportare lo sviluppo delle Banche. In particolare, è stato fatto riferimento ad un coefficiente minimo *Common Equity Tier 1 Ratio* assunto pari a 12%;
- il costo del capitale è stato stimato in termini nominali, in coerenza con i flussi di dividendo oggetto di attualizzazione secondo l'approccio del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), sulla base della seguente formula:

$$K_e = R_f + PRP + ID + EMRP \times \text{Equity Beta}$$

dove:

- Rf = Rendimento delle attività prive di rischio stimato sulla base del rendimento medio trimestrale dei titoli di stato tedeschi a 30 anni e pari a 0,88%;
- PRP = Premio per il rischio politico stimato sulla base di stime interne di Citigroup e assunto pari a 1,75%;

- ID = Differenziale di inflazione medio tra Italia e Germania stimato sulla base delle aspettative di *The Economist Intelligence Unit* con riferimento al periodo 2015-2030 e pari a -0,35%;
- EMRP = Premio per il rischio di mercato assunto pari a 6,10%;
- Equity Beta* = Coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (ovvero misura della volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). In particolare, l'*Advisor* ha fatto riferimento alla media dei coefficienti Beta rettificati in funzione della formula di Blume e stimati sulla base di osservazioni settimanali in un intervallo temporale di 5 anni. Ai fini della stima del coefficiente è stato fatto riferimento alle seguenti banche ritenute comparabili in termini di attività svolta, struttura dimensionale e ambito geografico: Intesa Sanpaolo S.p.A., UBI Banca S.p.A., Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c.p.A., Credito Emiliano S.p.A., Banca Popolare di Sondrio S.c.p.A. e Credito Valtellinese S.c.p.A. Sulla base di quanto sopra riportato è stato stimato un *Equity Beta* complessivamente pari a 1,38.

Sulla base di tali parametri è stato determinato un costo del capitale pari a 10,72%;

- il *Terminal Value* è stato determinato per entrambe le Banche sulla base dei seguenti elementi:
 - a) un tasso di crescita di lungo periodo assunto pari a 1,47%, stimato in funzione delle aspettative di inflazione di lungo periodo formulate da *The Economist Intelligence Unit*;
 - b) un utile di lungo periodo stimato in funzione delle Proiezioni per l'esercizio 2018 rettificato in funzione dell'incidenza media delle rettifiche su crediti attesa nel 2018 per BPM e per il Banco Popolare pari a 73 *basis points*;
- al fine di individuare l'intervallo del Rapporto di Partecipazione BPM, sono state sviluppate analisi di sensitività sulla base dei seguenti elementi:
 - a) Costo del capitale compreso tra 9,4% e 11,5%;
 - b) CET1 minimo obiettivo compreso tra 11,0% e 13,0%;
 - c) Tasso di crescita di lungo periodo compreso tra 1,0% e 2,0%.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Citigroup ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del DDM (i) per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale e (ii) per le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali.

Applicazione del metodo dei multipli di Borsa

Al fine dell'applicazione del metodo dei multipli di Borsa, Citigroup ha fatto riferimento agli elementi di seguito descritti:

- il medesimo campione di società comparabili osservato con riferimento alla stima del coefficiente *Equity Beta* nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM;
- i prezzi di chiusura delle società comparabili individuate alla data del 18 maggio 2016;
- la mediana dei rapporti Prezzo/Utili Netti ("P/E") e Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/PNT") stimati con riferimento al campione di società individuate;
- i rapporti P/E sono stati stimati sulla base degli utili netti attesi per gli esercizi 2016, 2017 e 2018 con riferimento alle società comparabili individuate;
- i rapporti P/PNT sono stati stimati sulla base dei dati storici 2015 e dei dati attesi per il 2016 con riferimento alle società comparabili individuate.

I rapporti mediani individuati sulla base degli elementi sopra riportati sono stati poi applicati per entrambe le Banche rispettivamente agli utili netti attesi in base alle Proiezioni e al patrimonio netto tangibile storico al 31 dicembre 2015 e stimato sulla base delle Proiezioni. Inoltre, al fine di individuare un intervallo del Rapporto di Partecipazione, l'Advisor ha provveduto ad applicare uno sconto del 5% ai multipli mediani applicati a BPM congiuntamente ad un premio del 5% ai multipli mediani applicati a Banco Popolare e viceversa.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Citigroup ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo dei multipli di Borsa (i) per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale e (ii) per le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali.

Applicazione del metodo dell'analisi di regressione lineare

Al fine dell'applicazione del metodo dell'analisi di regressione lineare, Citigroup ha fatto riferimento agli elementi di seguito descritti:

- il medesimo campione di società comparabili osservato con riferimento alla stima del coefficiente *Equity Beta*, nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM e dei multipli di Borsa;
- i prezzi di chiusura delle società comparabili individuate alla data del 18 maggio 2016;
- la correlazione tra la redditività media prospettica del capitale proprio, ROATE atteso, per il 2017 e per il 2018 rispetto al multiplo P/PNT stimato con riferimento ai dati storici 2015.

Le rette stimate in funzione della correlazione tra la redditività media prospettica attesa e il multiplo P/PNT del campione individuato sono state pertanto applicate alla redditività prospettica del capitale proprio attesa dalle Banche.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Citigroup ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo dell'analisi di regressione (i) per

l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale e (ii) per le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali.

Applicazione del metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca

Come già precedentemente riportato il metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca è stato utilizzato ai fini esclusivi di controllo.

Al fine dell'applicazione di tale metodologia, Citigroup ha fatto riferimento ai prezzi obiettivo degli analisti di ricerca che si sono espressi precedentemente all'annuncio dell'operazione di Fusione al mercato.

In particolare, sono stati presi in considerazione i valori mediani dei prezzi obiettivo individuati con riferimento a ciascuna delle Banche. Inoltre, al fine di individuare un intervallo del Rapporto di Partecipazione BPM, l'Advisor ha provveduto ad applicare uno sconto del 5% al prezzo obiettivo mediano di BPM congiuntamente ad un premio del 5% al prezzo obiettivo mediano del Banco Popolare e viceversa.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Citigroup ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale.

Sempre con riferimento al Banco Popolare, non sono invece state considerate le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali, in considerazione della conoscenza di tale elemento da parte del mercato e, di conseguenza, ritenendo che i prezzi obiettivo degli analisti riflettano già tale componente.

Risultati emersi dall'applicazione delle metodologie valutative

Sulla base dell'applicazione delle metodologie sopra riportate, Citigroup è pervenuta ai seguenti risultati:

Metodologie	Rapporto di Partecipazione BPM	
	Minimo	Massimo
Metodologie principali		
Quotazioni di mercato	42,6%	45,6%
DDM	44,8%	45,8%
Multipli di Borsa	39,8%	49,8%
Analisi di regressione lineare	41,7%	50,5%
Metodologia di controllo		
Prezzi obiettivo	41,5%	46,0%

5.5 Applicazione dei metodi di valutazione da parte dell'Advisor Lazard

Sono di seguito riportati i dettagli in merito all'applicazione delle soprariportate metodologie valutative effettuate dall'Advisor Lazard a supporto del Consiglio di Gestione di BPM.

Nell'ambito dell'applicazione delle metodologie valutative, Lazard non ha provveduto a determinare i Rapporti di Partecipazione tenendo in considerazione i risultati emersi dalla *Due Diligence* effettuata da PWC sul Banco Popolare. Tuttavia, all'interno delle analisi sviluppate dall'Advisor sono stati anche considerati gli effetti derivanti dalla *Due Diligence* di PWC al fine di verificare la sostanziale conferma dell'intervallo del Rapporto di Partecipazione BPM individuato.

Applicazione del metodo delle quotazioni di mercato

Al fine dell'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato, Lazard ha fatto riferimento ai seguenti elementi determinati sia con riferimento ai prezzi di chiusura che ai prezzi ufficiali dei titoli delle Banche:

- la quotazione puntuale alla data del 22 marzo 2016, ossia nel giorno precedente alla comunicazione al mercato della Fusione;
- la media semplice e la media ponderata per i volumi negoziati delle quotazioni relative al mese precedente e incluso il 22 marzo 2016;
- la media semplice e la media ponderata per i volumi negoziati delle quotazioni relative ai 3 mesi precedenti e incluso il 22 marzo 2016;
- la media semplice e la media ponderata per i volumi negoziati delle quotazioni relative ai 6 mesi precedenti e incluso il 22 marzo 2016.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Lazard ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo delle quotazioni di mercato per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale.

Sempre con riferimento al Banco Popolare, non sono invece state considerate le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali, in considerazione della conoscenza di tale elemento da parte del mercato e, di conseguenza, ritenendo che le quotazioni di Borsa riflettano già tale componente.

Applicazione del metodo DDM

Al fine dell'applicazione del DDM, coerentemente con la formula valutativa precedentemente riportata, Lazard ha fatto riferimento agli elementi di seguito descritti:

- in considerazione dell'indisponibilità di piani industriali *stand alone* delle Banche, come precedentemente riportato anche con riferimento a Citigroup, è stato fatto riferimento alle Proiezioni estrapolate da una selezione di *report* di analisti finanziari sia per il Banco Popolare che per BPM, coerenti con le aspettative di medio periodo del *management* delle due Banche e relative al periodo 2016-2018;

- con specifico riferimento alle Proiezioni di BPM, l'*Advisor* ha provveduto a rettificare gli assorbimenti patrimoniali derivanti dalle Proiezioni, sulla base dell'attesa validazione della metodologia AIRB. Le stime in merito all'impatto sulle Proiezioni derivanti dalla validazione della metodologia AIRB sono state effettuate dal *management* di BPM. Tale rettifica non si è resa necessaria per il Banco Popolare in quanto quest'ultimo ha già ottenuto la validazione della metodologia AIRB;
- ai fini della stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili è stato fatto riferimento ad un coefficiente di patrimonializzazione minimo ritenuto adeguato a supportare lo sviluppo delle Banche. In particolare, è stato fatto riferimento ad un coefficiente minimo *Common Equity Tier 1 Ratio* assunto pari a 12%;
- il costo del capitale è stato stimato in termini nominali, in coerenza con i flussi di dividendo oggetto di attualizzazione secondo l'approccio del CAPM, sulla base della seguente formula:

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times \text{ERP}$$

dove:

- R_f* = Rendimento delle attività prive di rischio stimato sulla base del rendimento medio mensile dei titoli di stato italiani a 10 anni e pari a 1,48%;
- Beta* = Coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (ovvero misura della volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). In particolare, l'*Advisor* ha fatto riferimento alla media dei coefficienti *Beta* rettificati in funzione della formula di Blume e stimati sulla base di osservazioni settimanali e mensili in un intervallo temporale di 2 anni. Ai fini della stima del coefficiente è stato fatto riferimento al medesimo campione di banche italiane adottato da Citigroup. Sulla base di quanto sopra riportato è stato stimato un *Beta* compreso in un intervallo tra 1,24 e 1,33.
- ERP = Premio per il rischio di mercato assunto pari a 7,00%.

Sulla base di tali parametri è emerso un costo del capitale compreso tra 10,18% e 10,81%. Nell'ambito delle proprie analisi valutative Lazard ha adottato un costo del capitale compreso tra 10,25% e 10,75%, con un valore centrale pari a 10,50%;

- il *Terminal Value* è stato determinato per entrambe le Banche sulla base dei seguenti elementi:
 - a) un tasso di crescita di lungo periodo assunto pari a 1,00%;
 - b) un utile di lungo periodo stimato in funzione delle Proiezioni per il 2018 delle Banche rettificato in funzione del costo del rischio medio atteso con riferimento al mercato italiano pari a 80 *basis points*;

- al fine di individuare l'intervallo del Rapporto di Partecipazione, sono state sviluppate analisi di sensitività sulla base dei seguenti elementi:
 - a) Costo del capitale compreso tra 10,25% e 10,75%;
 - b) CET1 minimo obiettivo compreso tra 11,75% e 12,25%.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Lazard ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del DDM (i) per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale e (ii) per le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali.

Applicazione del metodo dei multipli di Borsa

Al fine dell'applicazione del metodo dei multipli di Borsa, Lazard ha fatto riferimento agli elementi di seguito descritti:

- il medesimo campione di società comparabili adottato da Citigroup ed osservato con riferimento alla stima del coefficiente *Beta* nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM;
- i prezzi di chiusura delle società comparabili individuate alla data del 18 maggio 2016, nonché la media dei prezzi di chiusura del mese precedente e incluso il 18 maggio 2016;
- la media e la mediana dei rapporti P/E stimati con riferimento al campione individuato;
- i rapporti P/E sono stati stimati sulla base degli utili netti attesi per gli esercizi 2016, 2017 e 2018 con riferimento alle società comparabili individuate.

I rapporti medi e mediani individuati sulla base degli elementi sopra riportati sono stati poi applicati per entrambe le Banche agli utili netti attesi dalle Proiezioni.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Lazard ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione dei multipli di Borsa (i) per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale e (ii) per le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali.

Applicazione del metodo dell'analisi di regressione lineare

Al fine dell'applicazione del metodo dell'analisi di regressione lineare, Lazard ha fatto riferimento agli elementi di seguito descritti:

- il medesimo campione di società comparabili adottato da Citigroup e osservato con riferimento alla stima del coefficiente *Beta* nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM e dei multipli di Borsa;
- i prezzi di chiusura delle società comparabili individuate alla data del 18 maggio 2016;

- la correlazione tra la redditività media prospettica del capitale proprio, ROATE atteso, per il 2016, per il 2017 e per il 2018 rispetto al multiplo P/PNT stimato con riferimento ai dati storici 2015.

Le rette stimate in funzione della correlazione tra la redditività media prospettica attesa e il multiplo P/PNT del campione individuato sono state pertanto applicate alla redditività prospettica del capitale proprio attesa dalle Banche.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Lazard ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo dell'analisi di regressione (i) per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale e (ii) per gli Accantonamenti Incrementali.

Applicazione del metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca

Come già precedentemente riportato, coerentemente con quanto effettuato da Citigroup, il metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca è stato utilizzato ai fini esclusivi di controllo.

Al fine dell'applicazione di tale metodologia, Lazard ha fatto riferimento ai prezzi obiettivo degli analisti di ricerca che si sono espressi successivamente alla presentazione dei risultati relativi al 2015 e precedentemente all'annuncio dell'operazione di Fusione al mercato.

In particolare, al fine di individuare un intervallo di Rapporti di Partecipazione, l'*Advisor* ha preso in considerazione i valori medi e mediani dei prezzi obiettivo individuati con riferimento a ciascuna delle Banche.

Nell'ambito delle proprie analisi, con riferimento al Banco Popolare, Lazard ha provveduto a rettificare il valore derivante dall'applicazione del metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca per l'ammontare complessivo dell'Aumento di Capitale.

Sempre con riferimento al Banco Popolare, non sono invece state considerate le rettifiche derivanti dagli Accantonamenti Incrementali, in considerazione della conoscenza di tale elemento da parte del mercato e, di conseguenza, ritenendo che i prezzi obiettivo degli analisti riflettano già tale componente.

Risultati emersi dall'applicazione delle metodologie valutative

Sulla base dell'applicazione delle metodologie sopra riportate, Lazard è pervenuta ai seguenti risultati:

Metodologie	Rapporto di Partecipazione BPM	
	Minimo	Massimo
Metodologie principali		
Quotazioni di mercato	41,0%	45,7%
DDM	42,8%	48,0%
Multipli di Borsa	40,4%	47,9%
Analisi di regressione lineare	41,8%	46,6%
Metodologia di controllo		
Prezzi obiettivo	43,9%	45,5%

6 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dal Consiglio di Gestione

I risultati derivanti dalle analisi degli *Advisor*, fatte proprie dal Consiglio di Gestione di BPM, hanno condotto ai seguenti risultati:

Metodologie	Rapporto di Partecipazione BPM	
	Minimo	Massimo
Metodologie principali		
Quotazioni di mercato	41,0%	45,7%
DDM	42,8%	48,0%
Multipli di Borsa	39,8%	49,8%
Analisi di regressione lineare	41,7%	50,5%
Metodologia di controllo		
Prezzi obiettivo	41,5%	46,0%

All'esito del processo valutativo descritto, e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto anche conto del lavoro svolto dagli *Advisor*, il Consiglio di Gestione di BPM ha determinato i seguenti Rapporti di Partecipazione:

- Rapporto di Partecipazione BPM: 45,374%;
- Rapporto di Partecipazione Banco Popolare: 54,626%.

Di conseguenza, in considerazione dei risultati derivanti dall'Aumento di Capitale del Banco Popolare precedentemente riportati, nonché della Formula per il Rapporto di Cambio BPM è emerso il seguente Rapporto di Cambio BPM:

1 azione della Nuova Capogruppo per ogni 6,386 azioni di BPM in circolazione al momento dell'efficacia della Fusione.

7 Limitazioni e principali difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Gestione

Le principali difficoltà riscontrate dal Consiglio di Gestione di BPM, come specificatamente indicato nella Relazione degli Amministratori, nella determinazione del Rapporto di Cambio BPM possono essere così sintetizzate:

- proiezioni finanziarie: gli ultimi piani industriali disponibili di BPM e Banco Popolare (su base *stand alone*) non sono recenti (marzo e febbraio 2014, rispettivamente) né omogenei, dato il diverso orizzonte temporale e si basano su ipotesi macroeconomiche non più attuali; pertanto l'analisi di valutazione è stata basata, ove applicabile, prevalentemente su proiezioni estrapolate da una selezione di *report* di analisti finanziari sia per BPM che per Banco Popolare, coerenti con le aspettative di medio periodo del *management* delle due Banche. In particolare, la selezione dei *report* in oggetto è stata concordata tra BPM e il Banco Popolare nell'ambito delle discussioni antecedenti l'annuncio della Fusione, tenendo in considerazione, *inter alia*, anche i risultati attesi di *Budget 2016* approvati dal Banco Popolare in data 9 febbraio 2016 e da BPM in data 18 gennaio 2016. Le proiezioni in oggetto presentano per loro natura profili di incertezza;
- capitale regolamentare: le due Banche presentano modelli di calcolo dei propri *ratio* patrimoniali significativamente differenti. Infatti, se da un lato il Banco Popolare ha già adottato i modelli AIRB, BPM utilizza ancora i modelli *standard*; l'istanza per la validazione dei modelli AIRB di BPM sarebbe stata presentata da BPM nel corso del 2016, in assenza della Fusione;
- prezzi di mercato: negli ultimi mesi precedenti l'annuncio dell'operazione i prezzi di Borsa di BPM e del Banco Popolare, come quelli dell'intero settore bancario italiano, sono stati caratterizzati da elevata volatilità, per l'influenza, da un lato, di temi macroeconomici generali e specifici al settore bancario italiano e, dall'altro lato, di temi speculativi anche legati all'operazione di Fusione. Nell'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa si è dovuto quindi ricorrere all'analisi dei prezzi su diverse medie temporali che mitigassero gli effetti di cui sopra;

- Aumento di Capitale: come detto, in preparazione alla Fusione, Banco Popolare ha deliberato un aumento di capitale di importo pari a Euro 1 miliardo, da eseguirsi non oltre la data di approvazione della Fusione da parte delle rispettive Assemblee. Le valutazioni tengono quindi conto degli effetti derivanti dall'Aumento di Capitale;
- qualità del credito: la maggior dotazione patrimoniale risultante dall'Aumento di Capitale posto in essere dal Banco Popolare consentirà al nuovo Gruppo di avviare un programma di significativa riduzione di crediti deteriorati, attraverso cessione e/o accantonamenti incrementali, coerentemente con le richieste formulate dalle Autorità di Vigilanza. Ai fini valutativi, ove applicabile, si è tenuto conto degli accantonamenti incrementali annunciati dal Banco Popolare per raggiungere gli obiettivi di *asset quality* concordati con l'Autorità di Vigilanza.

8 Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- analisi del Protocollo d'Intesa approvato dal Consiglio di Gestione di BPM e dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare in data 23 marzo 2016;
- analisi del Progetto di Fusione approvato dal Consiglio di Gestione di BPM e dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare in data 24 maggio 2016;
- analisi del comunicato stampa congiunto delle Banche del 1° luglio 2016 in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito della conclusione dell'Aumento di Capitale;
- analisi della Relazione degli Amministratori di BPM redatta ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile e riscontro del suo sostanziale allineamento alle bozze della stessa precedentemente forniteci;
- analisi della presentazione e della *Fairness Opinion* di Citigroup a supporto del Consiglio di Gestione di BPM per la determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM;
- analisi della presentazione e della *Fairness Opinion* di Lazard a supporto del Consiglio di Gestione di BPM per la determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM;
- analisi della presentazione congiunta predisposta da Citigroup e Lazard a supporto del Consiglio di Gestione di BPM per la determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM;
- analisi critica dei metodi di valutazione sviluppati dal Consiglio di Gestione di BPM, con il supporto degli *Advisor*, e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione dei valori economici delle Banche al fine della determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM e del conseguente Rapporto di Cambio BPM;

- verifica, attraverso ricalcolo, dei risultati dei modelli valutativi e verifica della correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione dell'intervallo di valori del Rapporto di Partecipazione BPM e del conseguente Rapporto di Cambio BPM;
- discussione con il *management* di BPM e con gli *Advisor* circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate;
- discussione con il *management* della Banca in merito alla selezione dei *report* di ricerca sulla base dei quali sono state stimate le Proiezioni adottate nell'ambito delle analisi valutative sviluppate dal Consiglio di Gestione di BPM;
- esame del *report* di *Due Diligence* sul Banco Popolare predisposto da PWC emesso in data 4 maggio 2016 dal quale non sono emersi elementi tali da richiedere una modifica del Rapporto di Cambio BPM, come rappresentato nella Relazione degli Amministratori;
- presa visione, ai soli fini conoscitivi, del *report* di *Due Diligence* su BPM predisposto da DT ed emesso in data 10 maggio 2016;
- presa visione delle lettere autorizzative rilasciate da Banca d'Italia e BCE rispettivamente in data 8 e 9 settembre 2016;
- analisi dell'andamento delle quotazioni di Borsa dei titoli BPM e Banco Popolare e dei relativi indici di volatilità e di *turnover* in vari differenti intervalli temporali fino alla data del 9 settembre 2016;
- sviluppo di analisi di sensitività e di considerazioni autonome, per le finalità della presente relazione, tratte dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione;
- raccolta di informazioni, attraverso colloqui con i *management* di BPM, circa gli eventi verificatisi dopo la determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM, con riferimento ad eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- analisi dei bilanci individuali e consolidati di Gruppo Bipiemme relativi all'esercizio 2015, del rendiconto intermedio di gestione al 31 marzo 2016 e della Relazione finanziaria semestrale del Gruppo Bipiemme al 30 giugno 2016;
- analisi dei bilanci individuali e consolidati di Gruppo Banco Popolare relativi all'esercizio 2015, del rendiconto intermedio di gestione consolidato al 31 marzo 2016 e della Relazione finanziaria semestrale del Gruppo Banco Popolare al 30 giugno 2016;
- ottenimento di attestazione che, per quanto a conoscenza di BPM, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo

e del passivo che comportino variazioni significative alle assunzioni sottostanti il Rapporto di Partecipazione BPM e, di conseguenza, del Rapporto di Cambio BPM.

9 Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione per la determinazione del Rapporto di Cambio

9.1 Premessa

Riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale del Consiglio di Gestione di BPM consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole Banche oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione dei Rapporti di Partecipazione e, di conseguenza, del Rapporto di Cambio BPM. Nelle valutazioni per Operazioni di Fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di Fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla Fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Nel caso in esame è stato attribuito notevole rilievo alla "prospettiva di mercato". Tale approccio valutativo è coerente con le caratteristiche di BPM e Banco Popolare, banche popolari quotate, il cui azionariato è composto da investitori istituzionali e da numerosi piccoli azionisti che storicamente detengono piccole partecipazioni nelle banche popolari. Per entrambe queste tipologie di azionisti, i prezzi di mercato e le opinioni degli analisti finanziari rappresentano riferimenti di valore particolarmente importanti. In questo quadro, la scelta di attribuire molta rilevanza all'angolo di visuale del mercato appare condivisibile.

Ciò preliminarmente chiarito, il giudizio sui metodi, oggetto della presente relazione, è da considerarsi distinto da eventuali valutazioni in ordine all'opportunità e/o convenienza dell'operazione di Fusione e/o in ordine ai vantaggi che la prospettata Fusione può comportare in termini di "creazione di valore".

9.2 Considerazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori

Si riportano di seguito le considerazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione di BPM, con il supporto degli *Advisor*:

- il Consiglio di Gestione di BPM, facendo proprie le valutazioni degli *Advisor*, ha adottato una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica sostanziale i risultati ottenuti da ogni singola metodologia valutativa. In particolare, l'adozione di una pluralità di metodologie ha consentito di conseguire un'ampia copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di un intervallo del Rapporto di Partecipazione BPM, confermato dalle *Fairness Opinion* rilasciate dagli *Advisor*;
- l'approccio metodologico complessivamente adottato risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale

economico di BPM e del Banco Popolare è stata effettuata dal Consiglio di Gestione di BPM per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale nel settore di riferimento;

- l'insieme dei metodi utilizzati è ampio e permette di tener conto della redditività prospettica e della dotazione patrimoniale delle due Banche;
- nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, il Consiglio di Gestione di BPM ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;
- le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui il Consiglio di Gestione di BPM ha fatto ricorso risultano ad oggi quelle più diffusamente applicate, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori, anche internazionali;
- l'approccio metodologico adottato ed il relativo sviluppo applicativo seguito hanno consentito di rispettare il criterio dell'omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori ottenuti tramite l'applicazione dei suddetti metodi ai fini della determinazione dei Rapporti di Partecipazione e, di conseguenza, del Rapporto di Cambio BPM;
- le valutazioni sono state predisposte in prospettiva di continuità aziendale e in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie e i costi di integrazione derivanti dalla Fusione. Tale approccio risulta coerente con la dottrina e la prassi valutativa;
- in considerazione delle analisi valutative precedentemente descritte in merito alla conclusione dell'Aumento di Capitale, il Consiglio di Gestione di BPM, con il supporto degli *Advisor*, ha sviluppato le proprie analisi considerando l'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale da Euro 1 miliardo del Banco Popolare (in una logica c.d. *post money*);
- l'applicazione del criterio delle Quotazioni di Mercato è da ritenersi adeguata al caso di specie perché Banco Popolare e BPM sono quotate da un ragionevole periodo di tempo, hanno una buona copertura da parte della ricerca azionaria, contano un discreto numero di investitori istituzionali nel loro azionariato e presentano azioni con un elevato livello di liquidità. Il ricorso a più di un criterio di calcolo (medie semplici e ponderate) e all'osservazione di diverse finestre temporali è prassi nelle valutazioni d'azienda e consente di disporre di un quadro informativo più ampio;
- il metodo DDM è un criterio di stima analitico, ossia fondato su dati economici, patrimoniali e finanziari della società oggetto di stima. Tale criterio viene utilizzato nella prassi in quanto consente di dare una prospettiva maggiormente aderente ai flussi di cassa attesi. La mancanza di piani previsionali *stand alone* di Banco Popolare e BPM e la conseguente necessità di fare riferimento alle proiezioni ipotizzate dagli

analisti finanziari nei loro *report* certamente non ha permesso di fondare l'applicazione di questa metodologia su informazioni interne, elaborate dal *management*, di regola dotate di un elevato grado di analiticità e oggetto di notevoli approfondimenti. Tuttavia, la portata di questa mancanza è attenuata da un lato dalla circostanza che il *management* delle Banche ha condiviso le previsioni degli analisti finanziari selezionate, dall'altro, dal fatto che, viste le caratteristiche delle Banche, la prospettiva del mercato in ordine alle previsioni economico-finanziarie costituisce comunque un elemento rilevante. Inoltre, lo svolgimento di analisi di sensitività al fine di verificare la variabilità dei valori ottenuti al variare di singoli parametri è conforme alla prassi e gli indicatori selezionati dagli *Advisor* per condurre dette analisi (costo del capitale, tasso di crescita di lungo termine, requisito di capitale minimo) sono quelli abitualmente utilizzati;

- anche i metodi dei Multipli di Borsa e dell'Analisi di Regressione Lineare sono comunemente utilizzati nella prassi valutativa e il loro utilizzo nel caso in esame riflette la rilevanza delle prospettive di mercato;
- il metodo dei prezzi obiettivo degli analisti di ricerca è stato adottato esclusivamente ai fini di controllo, allo scopo di verificare che l'interpretazione da parte degli analisti finanziari dei dati utilizzati come *input* nelle altre metodologie adottate non conducesse a valori significativamente difformi da quelli ottenuti con l'applicazione di esse;
- i risultati ottenuti dall'applicazione delle diverse metodologie sono stati rappresentati singolarmente, senza operare composizioni o mediazioni tra di essi, attribuendo quindi pari dignità alle tecniche valutative adottate. La scelta, conforme alla prassi, è condivisibile sotto il profilo metodologico perché consente di fornire un quadro informativo ampio e pienamente intellegibile sulla base del quale, attraverso il confronto dei risultati ottenuti, è possibile formarsi un compiuto giudizio sul valore;
- nell'ambito delle analisi fatte proprie dal Consiglio di Gestione di BPM, l'*Advisor* Citigroup ha fatto anche riferimento ai risultati derivanti dalla *Due Diligence* sviluppata da PWC sul Banco Popolare. In particolare, i risultati della *Due Diligence* sono stati considerati nell'applicazione del metodo DDM, dei multipli di Borsa e dell'analisi di regressione. L'*Advisor* Citigroup tuttavia nell'ambito delle proprie analisi ha verificato la sostanziale ragionevolezza dei risultati ottenuti anche prescindendo dai risultati della citata *Due Diligence*;
- nell'ambito delle analisi fatte proprie dal Consiglio di Gestione di BPM, l'*Advisor* Lazard non ha fatto riferimento ai risultati derivanti dalla *Due Diligence* sviluppata da PWC sul Banco Popolare. Tuttavia, nell'ambito delle proprie analisi, l'*Advisor* ha verificato la sostanziale ragionevolezza dei risultati ottenuti anche in considerazione dei risultati della *Due Diligence* con riferimento all'applicazione del metodo DDM, dei multipli di mercato e dell'analisi di regressione;
- il Consiglio di Gestione di BPM, nell'ambito delle proprie analisi sviluppate con il supporto degli *Advisor*, ha inoltre tenuto in considerazione gli effetti derivanti dagli Accantonamenti Incrementali. Tali effetti non sono stati tuttavia considerati con

riferimento alle analisi valutative sviluppate sulla base delle quotazioni di Borsa e dei prezzi obiettivo, quest'ultimo in qualità di metodo di controllo, in quanto è stato ritenuto che tale informazione fosse già di dominio pubblico e pertanto recepita dalle quotazioni di Borsa e incorporata all'interno dei prezzi obiettivo stimati dagli analisti;

- come già ricordato nell'ambito delle metodologie valutative, ove applicabile, è stato anche fatto riferimento a dati previsionali delle Banche. In particolare, tenuto conto dell'indisponibilità di Proiezioni finanziarie *stand alone*, è stato fatto riferimento alle stime predisposte dagli analisti finanziari. In particolare, le Proiezioni sono state estrapolate da una selezione di *report* di analisti finanziari sia per BPM che per il Banco Popolare, coerenti con le aspettative di medio periodo del *management* delle due Banche. La selezione dei *report* in oggetto è stata concordata tra BPM e il Banco Popolare nell'ambito delle discussioni antecedenti l'annuncio della Fusione, tenendo in considerazione, *inter alia*, anche i risultati attesi di *Budget 2016* approvati da BPM in data 18 gennaio 2016 e dal Banco Popolare in data 9 febbraio 2016;
- ai fini di omogeneità di trattamento in ambito valutativo, le Proiezioni di BPM sono state rettifiche al fine di considerare gli effetti derivanti dalla validazione dei modelli AIRB nell'ambito della stima dei requisiti patrimoniali di vigilanza. Tale rettifica è stata stimata dal *management* di BPM e la misura è confortata dall'analisi di densità. Con riferimento al Banco Popolare non si è resa necessaria un'analoga rettifica, in quanto quest'ultima risulta già avere dei modelli AIRB validati.

10 Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, fatte salve le considerazioni effettuate dal Consiglio di Gestione di BPM e riportate al precedente paragrafo 7, abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso in cui attengano a gruppi bancari complessi.

Ciò premesso, si evidenziano gli aspetti di seguito indicati:

- come indicato nei precedenti paragrafi, il Consiglio di Gestione di BPM ha incaricato i propri *Advisor* per l'emissione di *Fairness Opinion* sui Rapporti Partecipativi proposti. Ciascun *Advisor*, nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, ha considerato assunzioni e ipotesi soggettive determinate nell'ambito del proprio autonomo processo di stima e pertanto differenziate rispetto a quelle dell'altro *Advisor*. Tali scelte sono state peraltro applicate da ciascun *Advisor* in modo coerente ed omogeneo nelle valutazioni delle Banche coinvolte nella Fusione. La pluralità di ipotesi e assunzioni applicate nell'ambito degli stessi metodi da parte di ciascun *Advisor* ha comportato, ai fini del nostro incarico, l'analisi comparata e la considerazione complessiva delle scelte valutative adottate dagli *Advisor* di BPM, al fine di esprimere un giudizio sulla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati;
- le stime effettuate dagli *Advisor* risentono delle specificità e dei limiti propri dei diversi metodi di valutazione utilizzati. In particolare, le diverse metodologie

valutative applicate hanno richiesto in alcuni casi l'utilizzo di assunzioni ed ipotesi soggettive, applicate peraltro in maniera coerente ed omogenea ad entrambe le Banche;

- la mancanza di piani industriali *stand alone* delle Banche (gli ultimi piani industriali disponibili di BPM e BP non sono recenti né omogenei per orizzonte temporale e si basano su ipotesi macroeconomiche non più attuali) è stata superata mediante il ricorso, in sede valutativa, a proiezioni contenute in *report* di analisti finanziari selezionati dal *management* delle Banche stesse che le ha ritenute "coerenti con le proprie aspettative di medio periodo" come dichiarato nella Relazione degli Amministratori. Le menzionate Proiezioni contengono tuttavia, per loro stessa natura, elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico;
- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative largamente slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione delle metodologie valutative e, in particolare, dei metodi di mercato, può individuare, pertanto, valori differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
- la crisi finanziaria internazionale in atto ha manifestato e continua a manifestare impatti significativi sullo scenario macroeconomico e sul sistema finanziario in particolare. Considerate le sopra richiamate caratteristiche delle metodologie valutative sviluppate dal Consiglio di Gestione di BPM non si può escludere che il perdurare di tale scenario di incertezza possa avere un impatto, anche significativo, sui valori economici determinati ai fini della Fusione;
- esula ovviamente dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni del Consiglio di Gestione di BPM circa la struttura del progetto di integrazione e della Fusione, i relativi adempimenti, la realizzabilità, la tempistica e l'esecuzione dell'operazione stessa;
- la determinazione finale del Rapporto di Cambio BPM proposto dal Consiglio di Gestione di BPM, all'esito dell'applicazione delle metodologie dallo stesso prescelte con il supporto degli *Advisor*, deve essere complessivamente collocata nel contesto unitario dell'operazione e, in particolare, delle negoziazioni e degli accordi intercorsi, che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione stessa.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto segnalato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Gestione di BPM, anche sulla base delle indicazioni dei propri *Advisor*, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Partecipazione BPM e, all'esito dell'Aumento di Capitale, del Rapporto di Cambio BPM, pari a:

1 azione della Nuova Capogruppo per ogni 6,386 azioni di BPM in circolazione al momento dell'efficacia della Fusione.

Milano, 13 settembre 2016

EY S.p.A.


Davide Lisi
(Socio)