



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

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

Rinegoziazione accordo di *Joint Venture* tra
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. e AXA S.A.

(Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato)

10 novembre 2017

Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., sul sito internet della società (www.gruppomps.it sezione "Corporate Governance - Operazioni con le parti correlate") nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato "eMarketSTORAGE" all'indirizzo www.emarketstorage.com

SOMMARIO

PREMESSE	3
1. AVVERTENZE	6
1.1 <i>Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate</i>	6
1.2 <i>Rischi o incertezze connessi all'esecuzione dell'Operazione</i>	6
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE	6
2.1 <i>Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni relative all'Operazione</i>	6
2.1.1 <i>Caratteristiche dell'Operazione</i>	6
2.1.2 <i>Termini e condizioni dell'Operazione</i>	8
2.1.3 <i>Accordo Modificativo</i>	9
2.2 <i>Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere e della natura della correlazione</i>	11
2.3 <i>Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS</i>	11
2.4 <i>Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità</i>	13
2.4.1 <i>Selezione dell'Esperto Indipendente</i>	13
2.4.2 <i>Valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente</i>	13
2.4.3 <i>Risultati raggiunti dall'Esperto Indipendente</i>	14
2.4.4 <i>Conclusioni dell'Esperto Indipendente</i>	14
2.5 <i>Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione</i>	15
2.6 <i>Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di BMPS e/o di società da quest'ultima controllate</i>	15
2.7 <i>Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di BMPS coinvolti nell'Operazione</i>	16

<i>2.8. Indicazione degli organi sociali o degli amministratori che hanno condotto o partecipato e/o istruito e/o approvato i termini essenziali dell'Operazione.....</i>	16
<i>2.8.1. Attività del Consiglio di Amministrazione.....</i>	16
<i>2.8.2. Attività del Comitato</i>	16
Allegati	18

PREMESSE

- A. Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) ha ad oggetto la rinegoziazione di taluni termini e condizioni del rapporto di *bancassurance* attualmente in essere tra Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (la “**Banca**” o “**BMPS**” o “**Società**”) e AXA S.A. (“**AXA**” e, congiuntamente alla Banca, le “**Parti**”).
- B. In data 22 marzo 2007 la Banca ha stipulato con AXA un accordo quadro contenente condizioni e termini di un’operazione di *bancassurance* volta a creare una *joint venture* assicurativa su prodotti vita, danni e previdenziali (l’“**Accordo Quadro**”).
- C. L’Accordo Quadro ha una durata pari a dieci anni a partire dal 19 ottobre 2007, con previsione di rinnovo automatico per ulteriori dieci anni in caso di mancata disdetta entro dodici mesi dall’ultimo giorno del primo periodo di durata (e, dunque, entro il 18 ottobre 2016). Il termine finale per la disdetta è stato successivamente prorogato dalle parti al 30 novembre 2016 (la “**Data di Scadenza**”).
- D. In considerazione della scadenza del termine per l’esercizio della facoltà di disdetta dall’Accordo Quadro, la Banca e AXA hanno avviato per tempo un processo di rinegoziazione di taluni termini contrattuali che disciplinano il rapporto di *bancassurance*.
- E. AXA è parte correlata della Banca, in considerazione dell’Accordo Quadro (e, all’epoca dell’avvio delle rinegoziazioni, anche in ragione della partecipazione detenuta dal Gruppo AXA nel capitale sociale della Banca). Pertanto, il processo di rinegoziazione dell’Accordo Quadro, avuto anche riguardo alla rilevanza economica di tale Accordo per la Banca, è stato assoggettato alla disciplina delle operazioni con parti correlate di “*maggior rilevanza*” ai sensi dell’art. 8 del Regolamento Operazioni con Parti Correlate approvato dalla Consob con deliberazione n. 17221 del 12 marzo 2010 (il “**Regolamento Parti Correlate**”) e dell’art. 3.2, Parte II, della “*Global Policy in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati*” approvata dal Consiglio di Amministrazione della Banca vigente alla data del presente Documento Informativo (la “**Global Policy**”).
- F. Il Comitato per le operazioni con parti correlate di BMPS (il “**Comitato**”), nell’esercizio della facoltà prevista dall’art. 1.2.1 della Sezione I, Capitolo 1, Parte II della Global Policy, che consente al Comitato di «*farsi assistere da uno o più esperti indipendenti scelti in autonomia*», ha individuato in PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A (“**PwC**” o l’“**Esperto Indipendente**”) l’esperto indipendente cui conferire l’incarico di rilasciare una *fairness opinion* sulla congruità del corrispettivo riconosciuto da AXA ai sensi dei Termini della Rinegoziazione nonché un parere sul profilo di convenienza economica. Per i profili legali, il Comitato si è avvalso dell’assistenza dello Studio Chiomenti.

- G. In prossimità della scadenza prevista per l'eventuale disdetta dell'Accordo Quadro, le Parti hanno stabilito di convenire, in apposita lettera di intenti, sia la proroga dell'Accordo Quadro per un ulteriore decennio – e quindi sino al 19 ottobre 2027 – sia gli elementi essenziali delle modifiche da apportare all'Accordo Quadro (i “**Termini della Rinegoziazione**”), rinviando a un successivo accordo la più analitica articolazione e precisazione dei suddetti Termini (si veda il comunicato stampa della Banca del 1° dicembre 2016).
- H. In data 29 novembre 2016, l'Esperto Indipendente ha rilasciato la propria *fairness opinion* sulla congruità del corrispettivo riconosciuto da AXA in favore della Banca ai sensi dei Termini della Rinegoziazione nonché un parere sul profilo di convenienza economica (allegata *sub* “A” al presente Documento Informativo e richiamata nel parere del Comitato).
- I. In data 29 novembre 2016 il Comitato, dopo aver acquisito altresì il parere dello Studio Chiomenti, (allegato *sub* “B” al presente Documento Informativo), richiamato nel proprio parere, ha rilasciato all'unanimità parere favorevole in merito all'interesse di BMPS alla proroga dell'Accordo Quadro ai sensi dei Termini della Rinegoziazione (l'“**Operazione**”) e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni (allegato *sub* “C” al presente Documento Informativo).
- J. In data 30 novembre 2016 il Consiglio di Amministrazione di BMPS ha quindi approvato la proroga dell'Accordo Quadro e l'avvio della fase di rinegoziazione volta alla definizione complessiva degli aspetti attuativi dei Termini della Rinegoziazione.
- K. A seguito di tale rinegoziazione le competenti strutture della Banca e di AXA hanno sostanzialmente condiviso, a fine marzo 2017, il contenuto essenziale di un possibile accordo modificativo dell'Accordo Quadro (l'“**Accordo Modificativo**”).
- L. Nel contesto dell'operazione di “ricapitalizzazione precauzionale” della Banca ai sensi del Decreto Legge n. 237/2016 (come successivamente modificato e convertito in legge), sono stati avviati ulteriori confronti con AXA volti al raggiungimento di un accordo avente a oggetto: per un verso, la rinuncia da parte di AXA all'esercizio della opzione *put* cui la stessa AXA avrebbe avuto diritto, ai sensi del patto parasociale con la Banca, in conseguenza della rilevante partecipazione che il MEF avrebbe detenuto nel capitale della Banca a seguito della operazione di ricapitalizzazione; per altro verso, la condivisione di alcune modifiche al patto parasociale funzionali a renderlo coerente al nuovo assetto partecipativo della Banca. La rinuncia da parte di AXA all'opzione *put* nella circostanza sopra specificata e la condivisione delle modifiche al patto sono state formalizzate in data 6 novembre 2017.
- M. Inoltre nel maggio 2017 la Direzione Generale della Commissione Europea (“**DG Comp**”), nell'ambito del nuovo “Piano di Ristrutturazione” della Banca, ha

ridimensionato i volumi attesi dalle attività di *investment banking* del gruppo BMPS rispetto al precedente “Piano Industriale 2017–2019”, operando una riduzione lineare del 20% sulle masse cumulate nel periodo 2017–2019 sottostanti le attività di *investment banking* di MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. (“MPSCS”). Conseguentemente, è stata rideterminata, ai sensi dei Termini della Rinegoziazione, la valorizzazione della componente relativa ai diritti riconosciuti da AXA a MPSCS, adeguandola alla nuova stima dei volumi relativi alle attività di *investment banking* che MPSCS potrebbe fornire ad AXA.

- N. In data 5 ottobre 2017 il Comitato, dopo aver ricevuto ed esaminato la bozza di Accordo Modificativo, le note di accompagnamento predisposte dalle competenti strutture della Banca, nonché l’aggiornamento del parere predisposto da PwC (allegato *sub* “D” al presente Documento Informativo) e la nota predisposta dallo Studio Chiomenti (allegata *sub* “E” al presente Documento Informativo), ha constatato, con apposito aggiornamento del proprio parere del 29 novembre 2016 (allegato *sub* “F” al presente Documento Informativo), la coerenza dell’Accordo Modificativo con i Termini della Rinegoziazione e con le valutazioni espresse dal Comitato nel predetto parere.
- O. In data 27 ottobre 2017 il Consiglio di Amministrazione della Banca ha approvato la formulazione di una proposta ad AXA avente ad oggetto la sottoscrizione dell’Accordo Modificativo.
- P. In data 6 novembre 2017, l’Accordo Modificativo è stato perfezionato mediante scambio di corrispondenza.

Con comunicato stampa del 1° dicembre 2016, la Banca aveva comunicato al mercato la notizia della proroga sino al 2027 della *partnership* strategica con AXA, precisando altresì che, una volta condivise con AXA alcune modifiche all’Accordo Quadro, sarebbe stata fornita l’informativa prevista dalla disciplina vigente.

A seguito della avvenuta sottoscrizione dell’Accordo Modificativo, la Banca ha pertanto predisposto il presente Documento Informativo ai sensi e per gli effetti dell’art. 5 del Regolamento Parti Correlate nonché della Parte II, Sezione II, Capitolo I (*Informazione Societaria Continua – Per le operazioni di maggiore rilevanza*) della *Global Policy*.

Il presente Documento Informativo è a disposizione del pubblico presso la sede legale di BMPS, in Siena, Piazza Salimbeni n. 3, sul sito *internet* della Società (www.gruppomps.it – sezione *Corporate Governance – Operazioni con le parti correlate*) nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato “*eMarketSTORAGE*” all’indirizzo www.emarketstorage.com.

La vigente *Global Policy* è altresì a disposizione del pubblico presso la sede legale della Banca e sul sito internet di BMPS (www.gruppomps.it – sezione *Corporate Governance – Operazioni con le parti correlate*).

1. AVVERTENZE

1.1 *Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate*

AXA è parte correlata della Banca, sia ai fini della normativa CONSOB sia ai fini della normativa Banca d'Italia, in ragione, alla data del presente Documento Informativo, del rilievo economico e imprenditoriale della *joint venture* in essere tra le Parti. Si rammenta, inoltre, che, all'epoca dell'avvio delle rinegoziazioni nel 2016, il Gruppo AXA deteneva anche una partecipazione rilevante nel capitale sociale della Banca.

1.2 *Rischi o incertezze connessi all'esecuzione dell'Operazione*

Non sussistono rischi o incertezze connessi all'esecuzione dell'Operazione in quanto (i) l'Accordo Quadro è stato prorogato al 19 ottobre 2027 e (ii) il contenuto dell'Accordo Modificativo è stato già condiviso e approvato dalle Parti, nonché perfezionato in data 6 novembre 2017.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 *Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni relative all'Operazione*

2.1.1. *Caratteristiche dell'Operazione*

In data 22 marzo 2007 le Parti hanno stipulato l'Accordo Quadro volto a sancire le condizioni e i termini di un'operazione di *bancassurance* al fine di creare una *joint venture* assicurativa su prodotti vita, danni e previdenziali.

In data 19 ottobre 2007 sono stati sottoscritti taluni accordi accessori e strumentali all'operazione di *bancassurance*:

- il contratto di compravendita di partecipazioni tra MPS Finance Banca Mobiliare S.p.A. e AXA Mediterranean Holding S.A. avente a oggetto la compravendita di una partecipazione pari al 50% del capitale di Monte Paschi Assicurazione Danni S.p.A. ("AMAD") e di Monte Paschi Vita S.p.A. ("AMAV");
- il patto parasociale tra MPS Finance Banca Mobiliare S.p.A. e AXA Mediterranean Holding S.A. concernente la *governance* e gli assetti proprietari di AMAD e AMAV, il quale contempla, tra l'altro, un meccanismo di opzioni *put&call* secondo cui (x) in caso di disdetta della *joint venture* esercitata da AXA, la Banca ha il diritto di acquistare le partecipazioni detenute in AMAV e in AMAD a un prezzo pari al 90% del prezzo di esercizio (equivalente alla somma dell'*embedded value* e del *goodwill* su base *perpetuity*), mentre (y) in caso di disdetta esercitata dalla Banca, AXA ha il diritto di vendere alla Banca

le proprie partecipazioni detenute in AMAV e AMAD a un prezzo pari al 110% del prezzo di esercizio;

- taluni contratti di distribuzione di prodotti assicurativi tra AMAD e AMAV, da una parte, e, rispettivamente, la Banca e le banche appartenenti alla rete, con vincolo di esclusiva in favore della rete della Banca in ordine alla distribuzione di prodotti vita e previdenziali offerti e sviluppati da AMAV e con previsione, altresì, di una distribuzione in via preferenziale sulla rete dei prodotti danni offerti e sviluppati da AMAD.

Nella medesima data è stato sottoscritto un *addendum* all'Accordo Quadro con il quale le parti si sono date atto dell'avvenuto verificarsi delle condizioni sospensive dell'Accordo Quadro e del compimento di alcune attività ivi previste e ne hanno modificato alcune previsioni.

In data 8 febbraio 2010 le Parti hanno stipulato un ulteriore *addendum* all'Accordo Quadro con il quale hanno convenuto il pagamento di un corrispettivo da parte di AXA in ragione dell'acquisto di Banca Antonveneta da parte della Banca e della conseguente estensione anche alla rete di tale banca degli effetti dell'Accordo Quadro.

In data 28 marzo 2014 le Parti hanno sottoscritto un *amendment agreement* con il quale hanno modificato i vincoli di esclusiva a carico di AXA stabiliti originariamente dall'Accordo Quadro prevedendo (i) la rinuncia da parte della Banca ad alcune disposizioni dell'Accordo Quadro che contemplavano restrizioni all'operatività di AXA e vincoli di esclusiva in favore delle società assicurative oggetto di *joint venture*, con conseguente diritto di AXA di sviluppare, distribuire e promuovere la sottoscrizione di taluni prodotti attraverso società già esistenti o di nuova costituzione, a fronte (ii) del riconoscimento di un'opzione *call* in favore della Banca, da esercitarsi al *fair value* e a condizione che, alla data di esercizio dell'opzione, fossero ancora in essere l'Accordo Quadro e il patto parasociale relativo ad AMAD e AMAV, e avente a oggetto l'acquisto del 50% del capitale della/e *newco* per tramite della/e quale/i AXA sarebbe rimasta libera di espandere il business con reti bancarie terze a seguito della eliminazione delle restrizioni all'operatività di AXA sopra menzionate (l'**Opzione Call**). Tale *newco* è stata successivamente costituita da AXA con la denominazione Quadra Assicurazioni S.p.A..

In data 5 maggio 2016, in ragione dell'approssimarsi della Data di Scadenza, il Consiglio di Amministrazione della Banca ha esaminato, anche con il supporto dell'advisor finanziario KPMG Corporate Finance divisione di KPMG Advisory S.p.A. (anche "**KPMG Corporate Finance**"), l'alternativa strategica consistente nella scelta tra l'avvio di una negoziazione bilaterale con AXA ovvero l'avvio di un processo strutturato di asta competitiva mediante selezione di un certo numero di potenziali *partner* assicurativi diversi da AXA. Ad esito di tale valutazione, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato per l'opzione di rinegoziazione dell'Accordo Quadro con AXA sulla base di considerazioni di natura finanziaria e di contesto di mercato.

La negoziazione con AXA ha avuto a oggetto, principalmente, la determinazione del corrispettivo da riconoscere alla Banca per la rinuncia all'Opzione *Call*. Nella prospettiva di AXA, infatti, la presenza dell'Opzione *Call* avrebbe rappresentato una limitazione alla possibilità di espansione del proprio *business* con reti terze. La rinuncia all'Opzione *Call* da parte della Banca avrebbe consentito inoltre ad AXA di sviluppare accordi di *bancassurance* caratterizzati da una gamma di prodotto "completa" (comprensiva, cioè, sia del Ramo I che del Ramo III) e in linea, pertanto, con la prassi di mercato per accordi distributivi di questa natura.

A fronte di tali rinunce, BMPS ha richiesto il pagamento di un corrispettivo finanziario *upfront* e l'introduzione di alcune clausole contrattuali aventi lo scopo di mitigare eventuali ripercussioni negative della rinuncia all'Opzione *Call* sulla operatività della *joint venture* con AXA.

Il confronto negoziale tra AXA e le competenti strutture della Banca si è sviluppato: in una prima fase, conclusasi nella condivisione del reciproco interesse alla proroga dell'Accordo Quadro e nella definizione dei Termini della Rinegoziazione (v. il successivo paragrafo 2.1.2.), che si è svolta lungo l'arco temporale compreso tra maggio e novembre 2016; quindi, in una seconda fase, volta alla puntualizzazione e precisazione dei Termini della Rinegoziazione (v. il successivo paragrafo 2.1.3.), cristallizzatasi nel perfezionamento dell'Accordo Modificativo in data 6 novembre 2017.

2.1.2 Termini e condizioni dell'Operazione

I Termini della Rinegoziazione, condivisi dalle Parti a fine novembre 2016 in funzione della proroga dell'Accordo Quadro, presentano il seguente contenuto:

- (i) la cancellazione dell'Opzione *Call*;
- (ii) la cancellazione dell'esclusiva in favore di AXA MPS Financial Ltd. sui prodotti *Unit* e *Index Linked*, prevista nel paragrafo 2.3 dell'*amendment agreement* del 28 marzo 2014;
- (iii) l'eliminazione dei vincoli allo svolgimento del *direct business* da parte di AXA, previsto nell'ultimo capoverso del paragrafo 6.9 dell'Accordo Quadro;
- (iv) il riconoscimento a favore della Banca, a fronte delle concessioni di cui ai precedenti punti (i), (ii) e (iii), di un corrispettivo fondato sui seguenti elementi:
 - a. il pagamento immediato alla Banca da parte di AXA di una somma pari a 10 milioni di euro;
 - b. il diritto di MPSCS di agire in qualità di *coordinator* per un periodo di dieci anni con riferimento al collocamento del prodotto *unit linked* protette della *joint venture*, con una remunerazione pari a 0,125% dei volumi generati annualmente;

- c. un *right to match* in favore di MPSCS in ordine alle offerte economiche di banche terze sulla gestione dei prodotti derivati sottostanti le *unit linked* protette della *joint venture*, per una quota pari ad almeno il 50% dei volumi generati e per una durata di tre anni, rinnovabile per ulteriori tre anni secondo modalità da definirsi tra le parti;
- (v) l'introduzione dei seguenti elementi volti a mitigare gli effetti derivanti dai punti (i), (ii) e (iii):
 - a. il divieto per AXA di stipulare accordi di *bancassurance* con il gruppo Intesa e con il gruppo Unicredit;
 - b. il divieto per AXA di stipulare accordi di *bancassurance* con le principali reti di promotori finanziari (identificate nelle reti Fideuram, Fineco, Allianz Bank, Banca Generali);
 - c. l'esclusiva temporanea di sei mesi in favore della Banca sulla distribuzione di nuovi prodotti sviluppati nell'ambito della *joint venture*;
 - d. l'introduzione di una clausola per evitare *anti-competitive pricing* da parte di AXA.

2.1.3 Accordo Modificativo

L'Accordo Modificativo, nel recepire ed attuare i Termini della Rinegoziazione, presenta, in sintesi, il seguente contenuto:

- (i) rinunce di BMPS rispetto a talune prerogative contenute nell'Accordo Quadro:
 - a. eliminazione dell'esclusiva sulla fornitura dei prodotti vita, danni e previdenziali;
 - b. eliminazione delle restrizioni all'utilizzo del *know-how* da parte di AXA;
 - c. eliminazione dell'obbligo di sviluppare esclusivamente attraverso la *joint venture* i canali per la segnalazione e la distribuzione in Italia dei prodotti vita;
 - d. eliminazione delle restrizioni alla distribuzione diretta dei prodotti assicurativi;
 - e. eliminazione del divieto per le Parti di acquisire rapporti giuridici da, o il controllo di, soggetti che svolgono attività bancaria in concorrenza con il gruppo BMPS;
- (ii) rinunce di BMPS rispetto a talune prerogative contenute nell'*amendment agreement* del 2014:
 - a. modifica della definizione di "Distributori";
 - b. eliminazione dell'esclusiva sui prodotti *Unit* e *Index Linked* in favore di AXA MPS Financial Ltd.;

- c. eliminazione dell'obbligo per AXA di detenere l'intero capitale sociale delle proprie controllate operanti nel settore assicurativo;
 - d. con riferimento al paragrafo 2.2.2, riconoscimento in favore delle società controllate da AXA operanti nel settore assicurativo del diritto di sviluppare, distribuire e promuovere i prodotti assicurativi attraverso i "Distributori";
 - e. eliminazione dell'Opzione *Call*;
- (iii) corrispettivo riconosciuto da AXA in favore di BMPS:
- a. il pagamento *up-front* dell'importo di 10 milioni di euro in contanti, da riconoscersi entro 15 giorni lavorativi dal perfezionamento dell'Accordo Modificativo;
 - b. l'introduzione del divieto per AXA di stipulare accordi di commercializzazione, promozione, vendita o distribuzione di prodotti assicurativi con alcuni primari gruppi bancari italiani e loro affiliate, *advisor* finanziari e piattaforme *on-line* in Italia;
 - c. l'introduzione del divieto per AXA di stipulare accordi di commercializzazione, promozione, vendita o distribuzione di prodotti previdenziali e assicurativi rientranti nelle classi I, III e/o V del risparmio gestito con alcune primarie reti di promotori finanziari, *advisor* finanziari e piattaforme *on-line* in Italia;
 - d. la concessione da parte di AXA di una esclusiva temporanea di sei mesi in favore della Banca sulla distribuzione di nuovi prodotti sviluppati nell'ambito della *joint venture*;
 - e. l'introduzione di una clausola per evitare *anti-competitive pricing* da parte di AXA;
 - f. il riconoscimento a MPSCS: (i) del diritto di agire in qualità di *coordinator* per un periodo di dieci anni con riferimento al collocamento del prodotto *unit linked* protette della *joint venture*, con una remunerazione parametrata ai volumi generati annualmente; e (ii) un *right to match* in ordine alle offerte economiche di banche terze sulla gestione dei prodotti derivati sottostanti le *unit linked* protette della *joint venture*, per una quota dei volumi generati e per una durata di tre anni, rinnovabile per ulteriori tre anni secondo modalità da definirsi tra le parti;
 - g. Infine, la previsione che, nel caso in cui l'ambito delle attività di MPSCS quale *coordinator* venga significativamente ridotto rispetto a quanto abitualmente svolto, le Parti si incontreranno e rinegozieranno in buona fede una riduzione della remunerazione che rifletta quanto

effettivamente svolto da MPSCS relativamente al lancio di qualsiasi nuovo prodotto.

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere e della natura della correlazione

Come già indicato nel precedente paragrafo 1.1, AXA è parte correlata della Banca, sia ai fini della normativa CONSOB sia ai fini della normativa Banca d'Italia, in ragione del rapporto di *joint venture* in essere, che riveste un importante rilievo economico e imprenditoriale per la Banca. Si rammenta, inoltre, che, all'epoca dell'avvio delle rinegoziazioni nel 2016, il Gruppo AXA deteneva anche una partecipazione rilevante nel capitale sociale della Banca.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per BMPS

L'interesse della Banca alla proroga della *joint venture* con AXA secondo i Termini della Rinegoziazione e alla conseguente stipulazione dell'Accordo Modificativo emerge dalle seguenti considerazioni:

- (i) la *joint venture* con AXA ha contribuito negli ultimi anni in modo significativo ai risultati di BMPS con un apporto all'utile netto consolidato di circa 70 milioni di euro all'anno dal 2007 al 2015, quali utili di spettanza delle partecipate AMAV e AMAD, e provvigioni cumulate per la Banca di oltre 1 miliardo di euro nel periodo 2010-2015 (con un *rebate* medio pari a 190 milioni di euro all'anno);
- (ii) è ragionevole ipotizzare che la *partnership* continuerà a fornire un contributo significativo anche nel contesto del nuovo *business plan* della Banca;
- (iii) la *joint venture* rappresenta una *partnership* di successo ed è un *best performer* di mercato con una produttività superiore ai principali *competitors* nel settore *bancassurance* (nel ramo vita, premi lordi per sportello di 2,4 milioni di Euro rispetto a una media di 1,6 milioni di euro);
- (iv) il rinnovo della *joint venture* rappresenta la migliore alternativa disponibile per la Banca in quanto:
 - a. in caso di disdetta da parte di BMPS degli accordi in essere, AXA sarebbe rimasta titolare di una *put option* sulle sue quote di partecipazione in AMAD e in AMAV con un meccanismo di calcolo del valore di esercizio potenzialmente oneroso per BMPS;
 - b. non essendo previsto alcun automatismo di riacquisto oppure rivendita delle partecipazioni detenute dalle Parti in AMAD e AMAV, l'eventuale disdetta dell'Accordo Quadro avrebbe avuto quale unica conseguenza la

risoluzione dell'accordo di distribuzione senza la possibilità per la Banca di sciogliersi dal rapporto partecipativo con AXA in AMAD e AMAV;

- c. anche alla luce della particolare situazione contingente della Banca, la scelta di proseguire e consolidare la relazione industriale per ulteriori dieci anni con un *partner* forte, tra i più rilevanti operatori assicurativi mondiali, rappresentava un indubbio segnale positivo e di stabilità per tutti gli *stakeholders* della Banca;
- d. la dimensione rilevante della *partnership* in essere costituiva un elemento ostativo alla pressione competitiva attivabile nel processo di ricerca di un *partner* alternativo, essendo il settore del *bancassurance* in Italia già ampiamente presidiato da numerose *partnership* strategiche.

La convenienza economica dell'Operazione emerge dalle seguenti considerazioni:

- (i) l'Opzione *Call* cui la Banca rinuncia costituisce in realtà un diritto di partecipazione a risultati solo eventuali e la cui concreta realizzazione, incerta sul piano temporale, richiede investimenti non strategici per la Banca in quanto da effettuarsi su reti bancarie di terzi, mentre il corrispettivo *upfront* di 10 milioni di euro costituisce un vantaggio immediato e certo;
- (ii) inoltre, il flusso di ricavi a beneficio di MPSCS è afferente al *core business* della Banca ed è caratterizzato da maggiore visibilità sulla sua possibile realizzabilità, con un evidente rafforzamento del legame di *partnership* con AXA;
- (iii) secondo quanto rappresentato da PwC, la posizione negoziale condivisa con AXA risulta essere "*conveniente dal punto di vista economico, in quanto basata sull'immediata corresponsione di una somma e su un volume di ricavi garantito a MPSCS da AXA alla firma degli accordi. L'Opzione Call rappresenta, invece, il diritto della Società di partecipare ad un investimento del quale non sono noti gli obiettivi di redditività nella dimensione e nel tempo, per il raggiungimento dei quali, comunque, sarebbero richiesti investimenti attualmente non strategici per BMPS*";
- (iv) i Termini della Rinegoziazione e l'Accordo Modificativo si fondano, dunque, su un equilibrato e conveniente assetto di interessi in forza del quale la Banca consegue vantaggi precisi, immediati e certi come la corresponsione della somma *upfront* di 10 milioni di euro e la stabilizzazione contrattuale del ruolo di MPSCS, sia in termini di durata del rapporto, sia in termini di volumi intermediati e di commissioni generate; la Banca beneficia inoltre della previsione di alcune significative protezioni commerciali in proprio favore (c.d. "*mitigants*").

La correttezza sostanziale dei Termini della Rinegoziazione, come declinati nell'Accordo Modificativo, appare altresì ampiamente corroborata dalle considerazioni sviluppate dall'*advisor* PwC nella propria *fairness opinion*.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità.

2.4.1. Selezione dell'Esperto Indipendente

Ai fini della valutazione dell'interesse di BMPS e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione e della convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, il Comitato ha tenuto conto della documentazione predisposta dall'Esperto Indipendente, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni.

L'Esperto Indipendente è stato selezionato in ragione del possesso di requisiti di professionalità e competenza idonei allo svolgimento dell'incarico e a supportare il Comitato nelle determinazioni prescritte dalla normativa vigente e dalla *Global Policy*. All'atto dell'assunzione dell'incarico, PwC ha confermato la propria indipendenza e assenza di correlazione con la Banca e con soggetti a questa correlati, nonché l'assenza di conflitti di interesse in relazione all'incarico affidatole.

Il parere di PwC, reso in data 29 novembre 2016, nonché l'aggiornamento del predetto parere, reso in data 5 ottobre 2017 (allegati *sub* "A" e "D" al presente Documento Informativo), danno evidenza dei metodi utilizzati per valutare la congruità del corrispettivo riconosciuto da AXA ai sensi, rispettivamente, dei Termini della Rinegoziazione e dell'Accordo Modificativo, nonché delle ipotesi sottostanti, delle principali difficoltà valutative nonché dei risultati delle analisi svolte.

2.4.2. Valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente

La stima del valore teorico della rinuncia alla Opzione *Call* è stata effettuata dall'Esperto Indipendente attraverso la valutazione dei premi che teoricamente Quadra Assicurazioni potrebbe generare nei prossimi anni con un *partner* assicurativo come AXA.

Le principali linee guida valutative identificate sono state le seguenti:

- (i) stima dei premi che Quadra Assicurazioni potrà generare a regime, ottenuta applicando alcuni indici di produttività generati dalla *joint venture* prudenzialmente rettificati al ribasso in diversi scenari di *sensitivity*;
- (ii) prezzo di esercizio della Opzione *Call* pari al 50% del *fair market value* teorico ottenuto in base alle ipotesi dello scenario base;
- (iii) riserve tecniche, capitale, ROE, redditività lordo imposte, crescita del capitale, e altre ipotesi "tecniche" in linea con valori di mercato.

La stima del valore teorico della rinuncia alla Opzione *Call* è stata effettuata dall'Esperto Indipendente determinando il valore attuale dei flussi di cassa generati su un periodo di dieci anni secondo le ipotesi sopra riportate.

La stima del valore teorico del corrispettivo concordato per la rinuncia all'Opzione *Call* è stata effettuata dall'Esperto Indipendente determinando il valore attuale dei flussi di

cassa rivenienti dai servizi di *investment banking* su un periodo di tre anni più ulteriori tre anni in caso di rinnovo.

2.4.3. Risultati raggiunti dall'Esperto Indipendente

Sulla base dell'analisi svolta e dei dati disponibili al 29 novembre 2016, nella propria *fairness opinion* l'Esperto Indipendente ha rilevato:

- (i) un valore teorico della rinuncia alla Opzione *Call* compreso nel *range* 25–38 milioni di euro;
- (ii) un valore del corrispettivo riconosciuto da AXA compreso nel *range* 24–31 milioni di euro, di cui:
 - a. 10 milioni di euro quale pagamento *upfront*;
 - b. un *range* 14–21 milioni di euro quale valore attuale dei flussi della componente non monetaria del corrispettivo;
- (iii) la presenza di un set di *mitigants* contrattuali rilevanti sul piano commerciale anche se non quantificabili economicamente.

2.4.4. Conclusioni dell'Esperto Indipendente

L'Esperto Indipendente, nella propria *fairness* del 29 novembre 2016, ha dunque ritenuto che “*il corrispettivo offerto da AXA per la rinuncia all'Opzione Call su Quadra possa ritenersi congruo dal punto di vista finanziario*”.

A seguito del ridimensionamento dei volumi attesi dalle attività di *investment banking* del gruppo BMPS richiesto dalla DG Comp (v. la Premessa M del presente Documento Informativo), l'Esperto Indipendente ha determinato nuovamente il valore attuale dei flussi di cassa rivenienti dai servizi di *investment banking* che MPSCS presterà in favore di AXA, mantenendo invariati i parametri valutativi (essenzialmente tasso di attualizzazione e crescita di lungo periodo) e aggiornando la stima dei volumi ottenibili dai predetti servizi di *investment banking*.

Sulla base dell'analisi svolta l'Esperto Indipendente ha rilevato che il valore del corrispettivo riconosciuto da AXA è compreso nel *range* 22–29 milioni di euro, di cui:

- (i) 10 milioni di euro quale pagamento *upfront*;
- (ii) un *range* 12–19 milioni di euro quale valore attuale dei flussi della componente non monetaria del corrispettivo.

Alla luce di quanto precede, l'Esperto Indipendente ha ritenuto pertanto che:

- “*il corrispettivo offerto da AXA per la rinuncia all'Opzione Call su Quadra possa ritenersi ancora congruo*”;
- le ulteriori integrazioni e modifiche contenute nella bozza finale di Accordo Modificativo rispetto alla Lettera di Intenti “*nel complesso [...] possono considerarsi senza impatti diretti nella valorizzazione economica dell'offerta di AXA*”.

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

Come indicato nelle Premesse, l'Operazione è stata qualificata come una operazione di maggiore rilevanza tra parti correlate ai sensi della *Global Policy* in quanto si è reputato necessario considerare non solo il controvalore economico dei diritti e degli obblighi racchiusi nei Termini della Rinegoziazione ma, più in generale, il complessivo valore della *joint venture* con AXA. In questa prospettiva l'indice di rilevanza del controvalore (dato dal rapporto tra il controvalore dell'Operazione e il patrimonio netto della Società tratto dal più recente stato patrimoniale pubblicato) risulta di valore superiore alla soglia del 5% del patrimonio di vigilanza consolidato prevista dalla *Global Policy*.

In particolare, il controvalore dell'Operazione è stato determinato tenendo conto sia del corrispettivo previsto dai Termini della Rinegoziazione sia del complessivo valore del rapporto di *bancassurance* con AXA ricostruibile sulla base delle stime delle provvigioni annue generate dalla *joint venture* e degli utili/perdite sulle partecipazioni in AMAV e AMAD dal 2007 al 2015. Tenendo conto della circostanza che il patrimonio di vigilanza consolidato del Gruppo MPS tratto dal bilancio consolidato al 30 settembre 2016, data prossima alla delibera consiliare sul rinnovo della *joint venture*, ammontava a 9,76 miliardi di euro, l'indice costituito dal rapporto tra il controvalore dell'Operazione e il predetto patrimonio di vigilanza risultava, a tale data, pari a circa il 16,8%. Si segnala che il parametro del patrimonio di vigilanza è stato utilizzato in applicazione di quanto previsto nell'Allegato 3 al Regolamento Parti Correlate ed in ragione del fatto che tale indice era superiore alla capitalizzazione di BMPS rilevata al 30 settembre 2016 (ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico allora pubblico), pari a 545,6 milioni di euro. Il medesimo indicatore calcolato alla data del 30 settembre 2017, data prossima a quella della sottoscrizione dell'Accordo Modificativo, risultava, sulla base dei medesimi criteri, pari a circa il 21%.

Negli anni dal 2007 al 2015, l'alleanza con AXA ha contribuito in modo significativo ai risultati di BMPS con un apporto all'utile netto di circa 70 milioni di euro all'anno e provvigioni cumulate di oltre 1 miliardo di euro; conseguentemente si prevede che il rinnovo della *partnership* garantirà un contributo significativo anche nel contesto del nuovo *business plan* della Banca.

2.6. *Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di BMPS e/o di società da quest'ultima controllate.*

In conseguenza dell'Operazione non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di BMPS né di alcuna delle società dalla stessa controllate.

2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di BMPS coinvolti nell'Operazione.

Nell'Operazione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e/o dirigenti di BMPS.

2.8. Indicazione degli organi sociali o degli amministratori che hanno condotto o partecipato e/o istruito e/o approvato i termini essenziali dell'Operazione.

2.8.1. Attività del Consiglio di Amministrazione

I Termini della Rinegoziazione sono stati approvati dal Consiglio di Amministrazione di BMPS, all'unanimità dei consiglieri presenti, in data 30 novembre 2016, anche tenuto conto del parere favorevole del Comitato rilasciato in data 29 novembre 2016 in merito all'interesse di BMPS al compimento dell'Operazione e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

L'Accordo Modificativo è stato perfezionato in data 6 novembre 2017, previo rilascio da parte del Comitato, in data 5 ottobre 2017, di un aggiornamento del parere reso in data 29 novembre 2016 sul contenuto dell'Accordo Modificativo e sulla sua coerenza con i Termini della Rinegoziazione, nonché previa delibera consiliare assunta da ultimo in data 27 ottobre 2017 all'unanimità dei consiglieri presenti.

2.8.2. Attività del Comitato

Ai sensi e nel rispetto di quanto previsto dall'art. 4.1., Parte II, della *Global Policy*, il Comitato è stato coinvolto già al momento di assumere la decisione sulla alternativa tra l'avvio di un confronto negoziale con AXA e l'instaurazione di una procedura di gara con potenziali *partner* alternativi. Una volta che il Consiglio di Amministrazione ha optato per l'avvio del confronto negoziale con AXA, il Comitato è stato coinvolto dalle competenti strutture della Banca nella fase negoziale e istruttoria, ricevendo tempestivamente dai soggetti incaricati delle trattative informazioni complete e adeguate in merito all'operazione e alle diverse fasi di svolgimento della negoziazione.

In particolare, in data 11 marzo 2016 si è tenuta una prima riunione del Comitato avente a oggetto l'eventuale rinnovo della *joint venture* con AXA, alla presenza dell'organo delegato. Nel corso della riunione è stata descritta una sintesi degli accordi di *bancassurance* in essere con AXA e dell'esigenza di decidere entro la relativa scadenza se disdire l'Accordo Quadro o rinnovarlo per un ulteriore decennio. Durante la riunione è stata fornita, inoltre, una descrizione dei risultati conseguiti dalla *joint venture*. Alla luce della complessità della vicenda, il Comitato ha manifestato l'esigenza di farsi supportare nelle proprie valutazioni da un *advisor* finanziario e da un *advisor* legale, scelti sulla base di una rosa di candidati.

In data 14 marzo 2016 il Comitato ha esaminato una prima lista di potenziali *partner* e si è confrontato sui temi della durata dell'Accordo Quadro e della necessità di far

precedere la decisione sulla disdetta o rinegoziazione degli accordi con AXA da una verifica in ordine alla esistenza sul mercato di potenziali *partner* alternativi ad AXA.

In data 18 marzo 2016 il Comitato, a seguito di ampio confronto, ha deliberato la nomina di PwC quale proprio *advisor* finanziario chiamato a fornire supporto sui profili valutativi dell'operazione, e dello Studio Chiomenti quale proprio *advisor* legale, chiamato a fornire supporto nell'analisi della complessiva documentazione contrattuale.

In data 6 aprile 2016 il Comitato ha quindi acquisito il parere dello Studio Chiomenti sulla durata (decennale o ventennale) dell'Accordo Quadro e sull'esistenza o meno, per la Banca, di un obbligo di sollecitare il mercato prima di decidere se avviare o meno un confronto negoziale con AXA.

Nelle successive riunioni tenutesi il 5 maggio, il 24 maggio, il 16 giugno, l'8 settembre e il 26 settembre 2016 il Comitato è stato informato dal *management* della Banca degli sviluppi della negoziazione e, con il supporto degli *advisor* finanziario e legale, ha esaminato la documentazione fornita dalla Banca e dal proprio *advisor* finanziario KPMG Corporate Finance.

In particolare nella riunione del 26 settembre 2016 è stata esaminata una proposta di proroga della Data di Scadenza dal 19 ottobre 2016 fino al 30 novembre 2016 per rendere possibile la chiusura della negoziazione con AXA sui Termini della Rinegoziazione; il Comitato ha espresso parere favorevole alla suddetta proroga nel presupposto che sarebbero rimaste inalterate e impregiudicate tutte le altre previsioni dell'Accordo Quadro, compreso il rinnovo automatico alle medesime condizioni in caso di mancata disdetta dello stesso (e in assenza di finalizzazione di un accordo sui termini del rinnovo).

In data 25 novembre 2016 il *management* della Banca ha inviato al Comitato una nota sintetica di aggiornamento che esponeva l'ipotesi di accordo raggiunto tra le parti sui termini e le condizioni alle quali proseguire nel rapporto di *bancassurance*.

In data 29 novembre 2016 il *management* della Banca ha inviato al Comitato la proposta di delibera contenente le indicazioni prescritte dall'art. 4.1.1., *lett. c)*, della *Global Policy*, alla quale è stata allegata una bozza di lettera di intenti contenente i Termini della Rinegoziazione.

Nella riunione del 29 novembre 2016 il Comitato, alla presenza degli *advisor* finanziario e legale ha *(i)* compiutamente analizzato la proposta ricevuta dalla Banca e la documentazione a supporto, ivi incluso il testo della bozza di lettera di intenti, *(ii)* analizzato e condiviso la *fairness opinion* di PwC, con la relativa documentazione di supporto, nonché il parere rilasciato da Chiomenti e *(iii)* reso il proprio parere, nell'assunto che la lettera di intenti fosse siglata dalla Banca nel testo sottoposto al Comitato e che, pertanto, i Termini della Rinegoziazione condivisi con AXA riflettessero coerentemente i termini e le condizioni alle quali proseguirà il rapporto di *bancassurance* tra le Parti.

Successivamente il Comitato ha ricevuto dalle competenti strutture della Banca periodiche informative in merito all'avanzamento delle negoziazioni con AXA in ordine alla definizione del contenuto dell'Accordo Modificativo.

In data 5 ottobre 2017 il Comitato, e dopo aver esaminato la bozza finale di Accordo Modificativo condiviso tra le Parti, e dopo aver esaminato le memorie di accompagnamento predisposte dalle competenti strutture della Banca, l'aggiornamento della *fairness opinion* rilasciata da PwC e la nota predisposta dallo Studio Chiomenti, ha verificato che il contenuto di tale documento è coerente con i Termini della Rinegoziazione e, pertanto, all'unanimità ha confermato le conclusioni formulate nel proprio parere del 29 novembre 2016 in ordine alla sussistenza dell'interesse della Banca al perfezionamento dell'Accordo Modificativo nonché alla convenienza economica e alla correttezza sostanziale e procedimentale delle relative condizioni.

Allegati

- A. *Fairness opinion* rilasciata da PwC in data 29 novembre 2016.
- B. Pareri dello Studio Chiomenti del 6 aprile e del 29 novembre 2016.
- C. Parere rilasciato dal Comitato per le operazioni con parti correlate di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. in data 29 novembre 2016.
- D. Aggiornamento della *fairness opinion* rilasciata da PwC in data 5 ottobre 2017.
- E. Nota dello Studio Chiomenti del 5 ottobre 2017.
- F. Aggiornamento del parere del Comitato per le operazioni con parti correlate di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. rilasciato in data 5 ottobre 2017.



**PARERE SULLA CONGRUITA' DEL
CORRISPETTIVO OFFERTO DAL GRUPPO AXA
PER LE MODIFICHE AGLI ACCORDI
COMMERCIALI TRA BANCA MONTE DEI
PASCHI DI SIENA E IL GRUPPO AXA**

Milano, 29 Novembre 2016

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. 3.200.000 Euro i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp. Milano N. 03230150967 - Altri Uffici: **Bari** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 0657083236 - **Torino** 10129 Corso Montevecchio 37 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 Fax 0422696902 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737

www.pwc.com/it

INDICE

1. Premessa	4
1.1 Obiettivi e scopo del lavoro	4
2. Valutazione	5
2.1 Processo valutativo e ipotesi sottostanti	5
2.2 Principali difficoltà valutative	7
2.3 Risultati	7
3. Conclusioni	8
4. Allegato	9
4.1 Limitazioni	9
4.2. Documenti e fonti	10

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. Euro 7.700.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp. Milano n° 03230150967 – Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 0706848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 Fax 0521 781844 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 06570832536 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422315711 Fax 0422315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001



AVVISO

Importanti informazioni destinate a qualsivoglia soggetto che non sia stato autorizzato da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ad accedere al presente Documento

Qualunque soggetto che non sia espressamente indicato tra i destinatari del presente documento (“Documento”) o che non abbia concordato per iscritto con PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. le condizioni e le modalità di utilizzo dello stesso e/o delle informazioni in esso contenute (di seguito definito come il “Soggetto Non Autorizzato”) non è autorizzato ad accedere a e/o leggere e/o utilizzare in qualunque modo, in tutto e/o in parte, il Documento.

Qualsivoglia Soggetto Non Autorizzato, entrato comunque in possesso del Documento, leggendo le informazioni in esso contenute, prende sin da ora atto e riconosce espressamente quanto segue:

1. l’incarico svolto da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ed in base al quale è stato predisposto il Documento è stato eseguito in conformità alle istruzioni fornite dal destinatario dello stesso, nel suo solo interesse e perché venga dallo stesso esclusivamente utilizzato;
2. il Documento è stato predisposto sulla base delle indicazioni fornite dal suo destinatario e, pertanto, può non comprendere e/o non essere stato eseguito secondo tutte le procedure ritenute necessarie per gli scopi del Soggetto Non Autorizzato;
3. l’accesso, la lettura, il possesso e/o l’utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, del Documento da parte del Soggetto Non Autorizzato non determina l’instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. né comporta il consenso di quest’ultima a che il Documento venga menzionato o citato, in tutto o in parte, in qualsiasi documento di qualsivoglia natura, pubblica o privata, o che il suo contenuto venga divulgato, attività vietate senza il preventivo consenso scritto di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.;
4. PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A., i suoi soci, dipendenti e consulenti non assumono alcuna responsabilità nei confronti del Soggetto Non Autorizzato con riferimento al Documento e/o alle informazioni in esso contenute e non saranno, pertanto, responsabili di qualunque perdita, danno o spesa di qualsivoglia natura, derivante dall’utilizzo del Documento e/o delle informazioni in esso contenute da parte del Soggetto Non Autorizzato, o che è, comunque, conseguenza dell’accesso al Documento.

Vi comuniciamo inoltre che a seguito della scissione parziale della società PricewaterhouseCoopers SpA (scissa) a beneficio della scrivente società (“PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A o “PwC”), come da atto di scissione del 30 marzo 2016, n. 68753 di Repertorio, n. 12 490 di Raccolta del Notaio Dott. Filippo Zabban, le attività denominate in detto atto come “TS - Transaction Services” e “Forensic” sono state trasferite a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. a far data dal 1 giugno 2016. Il presente incarico con la vostra Società è stato trasferito a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ai sensi e per gli effetti della citata operazione.



1. Premessa

1.1 Obiettivi e scopo del lavoro

Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (di seguito “**BMPS**”, la “**Società**”) ha in essere una Joint Venture Assicurativa (di seguito la “**JVA**”) con il **Gruppo AXA** (di seguito “**AXA**”, la “**Controparte**”) attraverso le società **AXA MPS Assicurazioni Danni S.p.A.** (di seguito “**AXA MPS Danni**”), **AXA MPS Assicurazioni Vita S.p.A.** (di seguito “**AXA MPS Vita**”) e **AXA MPS Financial** compagnia assicurativa di diritto irlandese (di seguito “**AMF**”).

Ad inizio 2016, AXA richiede a BMPS di avviare un tavolo negoziale al fine di rivedere alcune condizioni che regolano gli accordi della JVA.

In particolare gli accordi che regolano la JVA hanno scadenza ad Ottobre 2017, e l’eventuale comunicazione di disdetta di una delle parti era originariamente prevista entro il 19 ottobre 2016, termine successivamente prorogato al 30 novembre 2016. Gli accordi prevedono l’automatico rinnovo per ulteriori 10 anni in mancanza di disdetta tra le parti.

In relazione a quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione della Società ha nominato KPMG Advisory S.p.A. (“**KPMG**”) quale advisor finanziario a supporto del consiglio medesimo e del management della Società nel processo di rinegoziazione degli accordi. Successivamente, il **Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate** di BMPS (“**COPC**”) ha richiesto in data 20 aprile 2016 l’assistenza di **PricewaterhouseCoopers S.p.A.** (“**PwC**”) in qualità di proprio advisor finanziario nel processo di valutazione degli aspetti finanziari e commerciali collegati alla rinegoziazione dei suddetti accordi in scadenza con AXA, parte correlata di BMPS.

Lo scopo dell’incarico è quello di supportare il COPC nell’analisi e nella valutazione degli step negoziali gestiti dal management di BMPS e dal suo advisor finanziario, nonché di fornire un’opinione indipendente sulla congruità del corrispettivo offerto da AXA (di seguito il “**Progetto**”). Durante lo svolgimento dell’incarico abbiamo condiviso e discusso con il COPC documenti relativi al Progetto e il presente parere rappresenta una sintesi delle conclusioni raggiunte.

Nello svolgimento del nostro lavoro ci siamo pertanto basati sul materiale fornito dal management di BMPS (incluso il materiale prodotto dalla Controparte) e sulla documentazione prodotta da KPMG. Il presente documento è stato predisposto per il COPC in coerenza con quanto previsto nella lettera d’incarico datata 20 aprile 2016. Il documento non potrà essere utilizzato per finalità diverse da quelle indicate nella suddetta lettera di incarico e non potrà essere riprodotto, fotocopiato o consegnato a terzi, in tutto o in parte, senza il preventivo consenso scritto di PwC.

2. Valutazione

2.1 Processo valutativo e ipotesi sottostanti

- *Valutazione dell'opportunità di negoziare con AXA*

Nella prima fase del processo di analisi BMPS ha valutato l'opportunità di **confermare l'accordo con AXA rispetto alla possibilità di scegliere un partner assicurativo differente** per la gestione delle attività di *bancassurance*. In questa analisi la **JVA è stata valutata di elevata importanza per BMPS**, poiché caratterizzata da crescita del business sostenibile e marginalità positiva sia nel segmento Vita che nel segmento Danni.

BMPS ha inoltre ritenuto la **ricerca di un nuovo partner assicurativo dotato di standing comparabile ad AXA difficilmente percorribile e con elevati costi** nel caso di asta competitiva. Inoltre l'eventuale disdetta da parte di BMPS comporterebbe l'obbligo di acquisto delle partecipazioni detenute da AXA in AXA MPS Vita e AXA MPS Danni ad un prezzo pari all'Embedded value maggiorato di un goodwill valorizzato in perpetuity. La stipula di un nuovo accordo in joint venture con un nuovo partner assicurativo difficilmente consentirebbe a BMPS di ottenere il pagamento di un goodwill in perpetuity, considerata la tipologia degli accordi stipulati nel mercato negli ultimi anni e l'attuale contesto di pressione sui margini del business Vita.

Alla luce delle suddette considerazioni, BMPS ha ritenuto quindi, col parere positivo del COPC supportato dalle analisi di PwC, **consigliabile confermare l'accordo con AXA nell'interesse della Società**, valutando la possibilità di intervenire negozialmente su alcune condizioni dell'accordo in essere.

- *Proposta di AXA*

La principale richiesta di AXA su cui si è focalizzata la negoziazione è stata la **rinuncia da parte di BMPS al diritto di acquisto** di una quota pari al 50% del capitale di Quadra Assicurazioni S.p.A. ("**Quadra**") compagnia assicurativa costituita da AXA per la gestione e lo sviluppo di nuovi accordi commerciali/partnership nel settore bancario italiano ("**Opzione Call**"), nonché, conseguentemente, (i) la rinuncia ad ogni diritto di acquisto di una medesima quota del capitale di possibili future compagnie assicurative operative nel business vita e danni costituite da AXA per il medesimo scopo, (ii) la rinuncia all'esclusiva a favore di AMF per i prodotti Unit e Index Linked. Quadra è una compagnia assicurativa ancora in fase di avviamento, con un fatturato non ancora significativo (premi lordi 2015 pari a 571 K €). Pertanto, l'approccio valutativo più rilevante su cui si è focalizzato il lavoro del management e di KPMG ha riguardato l'offerta negoziale di AXA rispetto alla stima del valore teorico della rinuncia all'Opzione Call su Quadra.

A tale proposito, **l'offerta che AXA ha proposto per la rinuncia all'Opzione Call risulta composta dai seguenti elementi:**

1. **un corrispettivo upfront** pari a 10 € Mln
2. un diritto ad agire in qualità di **coordinator** per un periodo di 10 anni con riferimento al collocamento dei prodotti Unit-linked Protette ("**UL Protette**") con una

remunerazione pari allo 0,125% dei volumi generati annualmente, attribuito a BMPS Capital Services S.p.A. società del gruppo BMPS (“BMPS CS”)

3. un **right to match** per BMPS CS delle offerte economiche di banche terze sulla gestione dei prodotti derivati sottostanti le UL Protette per una quota pari ad almeno il 50% dei volumi generati. Per tale attività il management di BMPS stima una marginalità netta pari a 1,125%, oltre ad un’ulteriore marginalità netta pari allo 0,50% dei volumi dei riscatti delle polizze UL Protette e legata alla gestione del mercato secondario da parte di BMPS CS. Il diritto ha una validità pari a 3 anni ed è rinnovabile per ulteriori 3 anni secondo modalità da definirsi tra le Parti.

Le attività diverse dal corrispettivo sono da considerarsi incrementali rispetto agli accordi attualmente vigenti. Questo poiché, pur avendo BMPS CS nell’ambito della JVA già svolto questi ruoli, tale attività non è garantita da impegni contrattuali pluriennali assunti con AXA, ma è disciplinata da un *service level agreement* rinnovabile annualmente salvo disdetta.

L’accordo tra BMPS e AXA prevede inoltre quanto segue:

- eliminazione della clausola di esclusiva a favore di AMF sui prodotti vita Unit e Index
 - eliminazione dei vincoli allo svolgimento del business diretto da parte di AXA nonché l’introduzione di importanti tutele commerciali attraverso i c.d. **mitigants** contrattuali:
 - divieto per AXA di stipulare accordi commerciali o joint venture assicurative con i gruppi Intesa Sanpaolo e Unicredit
 - divieto per AXA di stipulare accordi commerciali o joint venture assicurative per i prodotti vita con le reti di promotori finanziari di Fideuram, Fineco, Allianz Bank e Banca Generali
 - esclusiva temporanea di 6 mesi a favore di BMPS sulla distribuzione di nuovi prodotti sviluppati nell’ambito della Partnership
 - introduzione di una clausola che limiti, nell’ambito del rispetto della normativa antitrust attualmente vigente, comportamenti di anti-competitive pricing da parte di AXA.
- **Valutazioni effettuate**

Per quanto concerne la **stima del valore teorico della rinuncia alla Opzione Call**, in mancanza di un piano industriale di Quadra, essa è stata effettuata attraverso la valutazione dei premi che teoricamente Quadra potrebbe generare nei prossimi anni con un partner assicurativo come AXA basandosi, pertanto, su ipotesi di mercato e sull’evidenza empirica dell’andamento dell’attuale JVA. Le principali linee guida valutative identificate sono state le seguenti:

- Stima dei premi che Quadra potrà generare a regime, ottenuta applicando alcuni indici di produttività generati dalla JVA prudenzialmente rettificati al ribasso in diversi scenari di sensitivity
- Prezzo di esercizio della Opzione Call pari al 50% del fair market value teorico ottenuto in base alle ipotesi dello scenario base
- Riserve tecniche, capitale, ROE, redditività lordo imposte, crescita del capitale, e altre ipotesi “tecniche” in linea con valori di mercato

La stima del valore teorico della rinuncia alla Opzione Call è stata effettuata determinando il valore attuale dei flussi di cassa generati su un periodo di dieci anni secondo le ipotesi sopra riportate.

Per quanto concerne la stima del **valore teorico dell'offerta che AXA ha proposto per la rinuncia all'Opzione Call**, così come articolata nei punti 1, 2 e 3 del presente paragrafo, questa è stata effettuata determinando il valore attuale dei flussi di cassa generati dalla marginalità netta delle attività descritte ai punti 2 e 3 su un periodo di 3 anni più ulteriori 3 anni in caso di rinnovo secondo le ipotesi riportate nei punti sopra citati.

2.2 Principali difficoltà valutative

Quadra non ha fornito un piano industriale comprensivo di volumi e obiettivi di redditività delineati sull'orizzonte temporale del piano medesimo.

Le difficoltà nel valutare il valore teorico della rinuncia alla Opzione Call su Quadra hanno reso necessario basare l'attività valutativa prevalentemente su dati ed ipotesi di mercato.

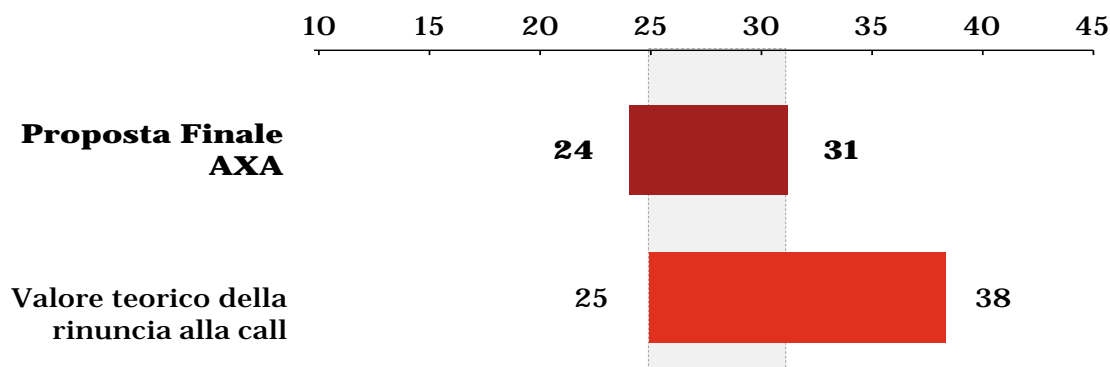
2.3 Risultati

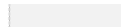
L'**offerta negoziale di AXA** accettata dal Management di BMPS risulta pertanto così composta:

- **pagamento upfront** di una somma pari a **10 € Mln**
- **valore attuale dei flussi di cui ai punti 2 e 3** descritti nel paragrafo 2.1, compreso nel range **14-21 € Mln**

Il **valore complessivo dell'offerta risulta, pertanto, compreso nel range 24-31 € Mln**, oltre ad un set di *mitigants* contrattuali commercialmente rilevanti, **contro un valore teorico della rinuncia alla Opzione Call su Quadra compreso nel range 25-38 € Mln**.

Di seguito riportiamo una tabella riassuntiva dei risultati ottenuti in € Mln





3. Conclusioni

Sulla base di quanto sopra riportato riteniamo che il corrispettivo offerto da AXA per la rinuncia all'Opzione Call su Quadra possa ritenersi congruo dal punto di vista finanziario.

Inoltre, riteniamo che la Proposta di AXA sia conveniente dal punto di vista economico, in quanto basata sull'immediata corresponsione di una somma e su un volume di ricavi garantito a BMPS CS da AXA alla firma degli accordi. L'Opzione Call rappresenta, invece, il diritto della Società di partecipare ad un investimento del quale non sono noti gli obiettivi di redditività nella dimensione e nel tempo, per il raggiungimento dei quali, comunque, sarebbero richiesti investimenti attualmente non strategici per BMPS.

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente documento è stato predisposto ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel Paragrafo 4.1.



Matteo D'Alessio
(Partner)

4. Allegato

4.1 Limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- Tutte le analisi e le valutazioni sono state effettuate sui dati forniti dal Management di BMPS e sulla considerazioni contenute nei documenti prodotti da KPMG;
- Le stime sono state effettuate nel presupposto che gli accordi modificativi che saranno stipulati tra le parti recepiscano gli impegni contrattuali di AXA nei confronti di BMPS relativamente alla gestione delle polizze UL Protette nei termini riportati nel Documento.
- la nostra attività ha natura consulenziale e non intende sostituirsi all'attività decisionale o di verifica che Amministratori, Sindaci e Revisori dovranno assumere. Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività di BMPS né nelle decisioni aziendali a supporto delle quali i Servizi sono svolti. Resta del management e degli Amministratori di BPMS la responsabilità circa le conclusioni del processo di analisi del valore;
- il presente documento è stato predisposto ad esclusivo beneficio di BMPS in accordo con i termini della nostra Lettera di Incarico e non è destinato ad essere utilizzato per altri scopi. Pertanto non assumiamo alcuna responsabilità in relazione ad altri scopi o nei confronti di altri soggetti cui il Documento sia consegnato o che ne siano venuti in possesso in altro modo, salvo nei casi in cui sia stato espresso il nostro preventivo consenso per iscritto;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. Non esistendo un unico valore, è prassi presentare le conclusioni delle analisi all'interno di un intervallo di valori;
- nel corso del lavoro sono state svolte alcune analisi di sensitività con riferimento ad alcuni driver del valore. Tali sensitività non rappresentano l'applicazione di metodologie valutative ma esclusivamente esercizi al fine di verificare l'impatto sui risultati al variare di alcuni parametri;
- le attività economiche sono state valutate in condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Documento;
- considerando la natura del nostro incarico la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni ricevuti compete al management della Società; tali dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva. In particolare non abbiamo svolto alcuna analisi o review dei piani e delle ipotesi sottostanti, né alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. Nell'utilizzo delle informazioni ricevute abbiamo presupposto che queste siano state predisposte in modo obiettivo su ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili in relazione ai futuri risultati della Società;
- le analisi si basano sul presupposto che BMPS implementi nelle prospettate tempistiche le proiezioni forniteci coerentemente con le ipotesi sottostanti. Le proiezioni, essendo basate su ipotesi di eventi futuri ed azioni della Società, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non

prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi;

- i Servizi non prevedono lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, PwC non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci della Società o su qualsiasi altra informazione finanziaria, incluse, le informazioni finanziarie prospettive, o sui controlli operativi o interni della Società;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale.

4.2. Documenti e fonti

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo utilizzato e visionato la seguente documentazione:

Materiale prodotto da KPMG:

- “Partnership bancassurance – Materiale per Discussione – Gennaio 2016”
- “Partnership bancassurance – Materiale per Discussione – Maggio 2016”
- “Partnership bancassurance – Materiale per Discussione – Giugno 2016”
- “Partnership AXA –MPS – Materiale per Discussione – Settembre 2016”
- “Partnership AXA –MPS – Materiale per discussione – Ottobre 2016”
- “Partnership AXA –MPS – Materiale per discussione – Novembre 2016”

Materiale prodotto dal Management di BMPS:

- “Cartel3 (005).xlsx” materiale excel inviato dal management di BMPS contenente i volumi futuri delle attività di MPS CS relativamente ai servizi offerti nella proposta di ottobre 2016
- “Sintesi tappe negoziali_22 novembre 2016” fornito nell’ambito delle negoziazioni finali del mese di novembre
- “Rinnovo della partnership di bancassurance con AXA” fornito al momento della chiusura delle negoziazioni

Materiale prodotto da AXA e fornito dal management di BMPS:

- “AXA – BMPS Illustrative case study on AXA mechanism Proposal – June 2016”
- “2016 06 01 Proposed mechanism” materiale in formato excel inviato da AXA insieme al documento di giugno sopracitato, in cui si espone la valorizzazione della rinuncia alla call e del meccanismo del profit sharing
- “AXA BMPS revised proposal – July 2016”
- “AXA BMPS revised proposal – October 2016”
- “AXA BMPS revised proposal – November 2016”

Materiale esterno e utilizzato per le nostre stime e ipotesi di valorizzazione:

- Appendice-statistica-2015 fonte ANIA
- Bilancio d’esercizio di Quadra Assicurazioni S.p.A. del 2015 e 2014
- Bilancio d’esercizio di AXA MPS Vita S.p.A. del 2015, 2014, 2013

Bilancio d’esercizio di AXA MPS Financial Limited del 2015, 2014, 2013

Roma, 6 aprile 2016

Ai Componenti del Comitato per le Operazioni

con Parti Correlate di Banca Monte dei Paschi S.p.A.

SCHEMA DI PARERE

Gentili Signori,

1. Ci avete chiesto di esaminare talune questioni concernenti (i) la natura giuridica dell'accordo quadro (l'"Accordo Quadro") stipulato in data 22 marzo 2007 da Banca Monte dei Paschi di Siena (la "Banca" o la "Società") con AXA S.A. ("Axa"), e dei relativi patti e negozi attuativi, esecutivi e modificativi (insieme all'Accordo Quadro, gli "Accordi con Axa" o anche solo gli "Accordi"), nonché (ii) le eventuali conseguenti iniziative da assumere a cura della Banca e (iii) la necessità/opportunità che il Comitato per le operazioni con parti correlate della Banca (il "Comitato") o alcuni suoi Componenti o l'*advisor* finanziario o legale del Comitato siano coinvolti nella fase delle trattative e le modalità con le quali realizzare il suddetto coinvolgimento.

Di seguito esponiamo, in guisa di schema, alcune preliminari considerazioni, che formalizzeremo poi, se riterrete, con maggior grado di dettaglio, utili a fornire al Comitato un orientamento in ordine alle decisioni da assumere. Nel far questo, e in ragione del ridotto tempo a nostra disposizione, svolgeremo il ragionamento avendo riguardo essenzialmente alla disciplina per le operazioni con parti correlate contenuta nel Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 recante «disposizioni in materia di operazioni con parti correlate» (il "Regolamento Consob"), e quindi obliterando per il momento le regole speciali dettate dalla Banca d'Italia in materia di attività di rischio e conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati di cui al Titolo V, Cap. 5, Sez. III e IV della Circolare n. 263/2006.

CHIOMENTI

2. La analisi in ordine alla natura degli Accordi con Axa e al programma negoziale perseguito dalla Banca con la loro stipulazione ed esecuzione è stata condotta esaminando i seguenti documenti:

(i) l'Accordo Quadro, avente a oggetto condizioni e termini di un'operazione c.d. di *bancassurance* volta a creare una *joint venture* assicurativa su prodotti vita, danni e previdenziali;

(ii) il contratto di compravendita di partecipazioni sociali sottoscritto da MPS Finance Banca Mobiliare S.p.A. e da AXA Mediterranean Holding S.A. il [19 ottobre 2007] e avente a oggetto la compravendita di una partecipazione pari al 50% del capitale di Monte Paschi Assicurazione Danni S.p.A. e di Monte Paschi Vita S.p.A.;

(iii) il patto parasociale sottoscritto da MPS Finance Banca Mobiliare S.p.A. e da AXA Mediterranean Holding S.A. il [19 ottobre 2007] concernente la *governance* e gli assetti proprietari delle predette compagnie assicurative (il "Patto Parasociale");

(iv) i due contratti di distribuzione di prodotti assicurativi (con la rete *captive* e con la rete non *captive*) che le predette compagnie assicurative hanno sottoscritto con le banche appartenenti alla rete *captive* e alla rete non *captive*;

(v) l'*addendum* all'Accordo Quadro del 19 ottobre 2007 con cui la Banca e Axa si sono date atto dell'avvenuto verificarsi delle condizioni sospensive previste nell'accordo quadro e del compimento di alcune attività ivi previste e hanno modificato alcune sue previsioni;

(vi) l'*addendum* all'Accordo Quadro dell'8 febbraio 2010 con cui la Banca e Axa hanno convenuto il corrispettivo ulteriore dovuto da Axa in ragione dell'acquisto da parte della Banca di Banca Antonveneta e della conseguente estensione anche alla rete di tale banca degli effetti dell'accordo quadro;

(vii) l'*addendum* all'Accordo Quadro del 28 marzo 2014 con cui la Banca e Axa hanno concordato (aa) la rinuncia da parte della Banca ad alcune previsioni dell'accordo quadro che contemplavano restrizioni all'operatività di Axa e vincoli di esclusiva in favore delle società assicurative oggetto di *joint venture*, con conseguente diritto di Axa di sviluppare, distribuire e promuovere la sottoscrizione di taluni prodotti attraverso società già esistenti o di nuova costituzione (c.d. "New Insurance Companies") e (bb) il

CHIOMENTI

riconoscimento in favore della Banca di una opzione call in relazione al 50% delle partecipazioni detenute da Axa nelle predette New Insurance Companies.

2.1. L'esame di tale documentazione consente di svolgere alcune prime considerazioni sull'assetto negoziale che appare permeare la sostanza delle intese tra la Banca e Axa.

L'Accordo Quadro ha una durata pari a dieci anni dalla "Data di Esecuzione" (il 19 ottobre 2007), con rinnovo automatico per ulteriori dieci anni in caso di mancata disdetta entro dodici mesi dall'ultimo giorno del primo periodo di durata (dunque entro il 18 ottobre 2016). Sia l'Accordo Quadro sia il Patto Parasociale contengono, inoltre, una definizione di «scioglimento naturale»: per tale dovendosi intendere *«lo scioglimento dell'Accordo Quadro che si verifica, a seconda dei casi, allo scadere dei venti anni decorrenti dalla Data di Esecuzione, ovvero alla scadenza del periodo di proroga eventualmente pattuito dalle Parti, secondo quanto previsto all'Articolo 17.3»*.

Dalla lettura combinata di queste ed altre disposizioni degli Accordi con Axa ricaviamo il seguente convincimento.

La *joint venture* ha una durata di dieci anni. Infatti, sia la Banca sia Axa dispongono della facoltà di liberarsi dal vincolo contrattuale dopo tale periodo di tempo con apposita disdetta, la quale può essere esercitata senza alcun onere di motivazione. In questo modo, le parti hanno inteso, presumibilmente, cautelarsi dal rischio di dover subire un vincolo di maggior durata in presenza di risultati insoddisfacenti o di altri accadimenti di mercato non anticipabili al momento della conclusione degli Accordi.

Tenuto conto, tuttavia, della rilevanza degli investimenti effettuati (finanziari, tecnologici, in risorse umane), sono previsti meccanismi rivolti a indurre le parti ad una attenta riflessione in ordine alle conseguenze dell'esercizio della disdetta.

Si pensi alla disciplina delle opzioni *put* e *call* relative alle partecipazioni detenute da Axa nelle due compagnie assicurative Vita e Danni [cfr. il punto 2(ii) che precede]. Secondo quanto previsto nel Patto Parasociale, ove tali opzioni fossero esercitate a seguito della disdetta, il corrispettivo dovuto dalla Banca ad Axa per l'acquisto delle partecipazioni verrebbe aumentato (ove a recedere fosse la Banca) o diminuito (ove a recedere fosse Axa) di un ammontare pari al 10% del valore effettivo delle predette partecipazioni. Diversamente, nell'ipotesi di esercizio delle opzioni *put* e *call* al

CHIOMENTI

ventesimo anno, cioè allo scioglimento naturale dell'Accordo Quadro, il corrispettivo dovuto dalla Banca e spettante ad Axa sarebbe pari al valore effettivo. Tale confronto evidenzia il carattere dissuasivo delle richiamate previsioni rispetto ad una uscita "anticipata" delle parti dagli Accordi.

Nell'ipotesi di esercizio della disdetta, la Banca perderebbe inoltre la possibilità di esercitare l'opzione call sul 50% delle partecipazioni detenute da Axa nelle New Insurance Companies ai sensi dell'*addendum* del 28 marzo 2014 [cfr. il precedente punto 2(vii)].

In sintesi: gli Accordi con Axa hanno durata di dieci anni, potendo ciascuna delle parti sottrarsi alla prosecuzione tacita del rapporto per altri dieci anni mediante esercizio della disdetta. Tuttavia, essi prevedono regole che appaiono pensate al fine di incentivare le parti a una meditata ponderazione prima del suo eventuale esercizio.

3. Alla luce della ricostruzione appena offerta della natura dell'Accordo, diviene possibile affrontare la questione concernente le iniziative che il Consiglio di Amministrazione della Banca è chiamato ad assumere in ordine alla scelta se esercitare o meno la facoltà di disdetta dall'Accordo entro il termine ivi previsto (18 ottobre 2016). Rammentiamo che, ove tale facoltà non venga esercitata, e in assenza di disdetta da parte di Axa, l'Accordo si rinnoverebbe automaticamente (cioè senza bisogno di una nuova manifestazione di volontà delle parti) per altri dieci anni.

3.1. A fini di semplicità la questione può essere impostata nei termini seguenti: se la Banca abbia il dovere in ogni caso di sollecitare in modo mirato manifestazioni di interesse o comunque di verificare l'eventuale esistenza sul mercato di altri operatori assicurativi potenzialmente disposti ad instaurare con la Banca una *partnership* in materia di *bancassurance* secondo termini negoziali, ovviamente, non meno vantaggiosi di quelli attualmente vigenti nel rapporto con Axa o comunque dei termini e delle condizioni che la Banca potrebbe ragionevolmente conseguire in esito a una rinegoziazione con Axa da concludersi prima della scadenza del termine per la disdetta.

3.2. A nostro avviso, deve escludersi la sussistenza di un simile obbligo.

CHIOMENTI

Esso non appare, infatti, compatibile con la natura giuridica della funzione che è chiamato a svolgere il Consiglio di Amministrazione di una società per azioni: tale funzione risiede infatti nella gestione dell'impresa (art. 2380-*bis* c.c.), cioè nell'assunzione di deliberazioni che si caratterizzano tipicamente per la loro discrezionalità, sia pure vincolata al perseguimento dell'interesse sociale.

Ora, non vi è dubbio che la decisione se mantenere in vita l'Accordo, non esercitando la disdetta, od optare invece per la sua caducazione abbia tutte le caratteristiche di una scelta dal contenuto gestorio.

In quest'ottica, pertanto, affermare che vi sia indefettibilmente il dovere della Banca di sondare il mercato prima di decidere se esercitare o meno la disdetta dell'Accordo equivarrebbe a negare quella discrezionalità e a contraddire il ruolo tecnico e professionale devoluto al Consiglio di Amministrazione.

Si consideri, inoltre, che la configurazione di un automatismo in forza del quale l'assunzione della decisione in ordine alla disdetta dell'Accordo non potrebbe esser adottata senza aver prima valutato l'esistenza di alternative non parrebbe neppure pienamente in linea con il dovere del Consiglio di evitare un danno patrimoniale alla Banca.

In vero, in assenza di una valutazione circa l'esistenza di *effettive e concrete possibilità* di selezionare un nuovo partner strategico disposto a concludere un'alleanza a condizioni soddisfacenti per la Banca, quest'ultima rischierebbe seriamente di trovarsi "a metà del guado" in prossimità della scadenza per la disdetta: potrebbe trovarsi cioè, a ridosso del 18 ottobre 2016, senza aver rinegoziato con Axa condizioni più vantaggiose ma, nel contempo, senza avere alcuna certezza in merito al fatto che la selezione avrà esito positivo.

3.3. E' chiaro, altresì, che se non esiste un obbligo giuridico del Consiglio di Amministrazione della Banca di sollecitare sul mercato manifestazioni di interesse alternative a quella di Axa, tanto meno esiste il potere del Comitato *di imporre* al Consiglio una siffatta decisione.

Per rendersi conto di ciò è sufficiente muovere dalla comprensione del ruolo, e dei limiti, ascrivibili al coinvolgimento del Comitato nel contesto di una operazione con parte correlata (anche di maggiore rilevanza) [su cui v. anche le recenti rassegne di

CHIOMENTI

N.MICHIELI, *La gestione del conflitto d'interessi nelle operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, spec. pag. 217 ss.; G.LIACE, *Le operazioni con parti correlate*, Milano, 2016, spec. pag. 93 ss.].

A tale riguardo si deve partire da quanto previsto dal Regolamento Consob e, in particolare, dal suo art. 8, comma 1, lett. b), ai sensi del quale la procedura dell'emittente deve prevedere «*che un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati o uno o più componenti dallo stesso delegati siano coinvolti nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo e con la facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria*».

Come noto, il problema giuridico centrale sollevato da questa previsione risiede nell'assicurare un ruolo significativo agli amministratori indipendenti in sede di valutazione della conformità dell'operazione all'interesse sociale, evitando però – al tempo stesso – che il coinvolgimento del Comitato appositamente istituito sia così intenso da provocare *la perdita del carattere di indipendenza*, cioè proprio di quel requisito che ne giustifica l'intervento in caso di operazione con parte correlata di maggiore rilevanza [v. M.STELLA RICHTER jr., *Brevi osservazioni sulla proposta di disciplina regolamentare in materia di operazioni con parti correlate*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, pag. 847; cfr. altresì, ampiamente, G.GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.*, Milano, 2014, spec. pag. 61 ss.; sulla figura degli amministratori indipendenti e su alcuni profili di criticità relativi all'esatto inquadramento del loro ruolo v., diffusamente, L.CALVOSA, *Alcune riflessioni sulla figura degli amministratori indipendenti*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, Milano, 2015, pag. 45 ss.].

Logico corollario dell'esigenza segnalata è che il diritto degli amministratori indipendenti di formulare «osservazioni» ai sensi dell'art. 8, comma 1, lett. b), del Regolamento Consob non può intendersi come potere di sollecitare o proporre al Consiglio di Amministrazione il contenuto della decisione che quest'ultimo organo è chiamato ad adottare.

CHIOMENTI

In caso contrario si finirebbe con l'attribuire agli amministratori indipendenti una sorta di «delega decisoria» incompatibile con il loro ruolo. Attenta dottrina ha osservato, infatti, che l'attribuzione agli amministratori indipendenti di prerogative decisorie costituirebbe «un vero e proprio ossimoro» e che l'intero sistema disciplinare delle operazioni con parti correlate è volto a porre gli indipendenti in condizione di esprimere un giudizio informato sull'operazione, «non già per instaurare un procedimento ibrido, intermedio tra l'informazione e la vera e propria codecisione» [così P.MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Società per azioni, Corporate Governance e mercati finanziari*, Milano, 2012, pag. 297 s.].

Una eventuale interlocuzione attiva degli amministratori indipendenti nella ricerca di partners assicurativi strategici per la Banca avrebbe, inoltre, ricadute sul regime della responsabilità degli stessi indipendenti, segnandone un avvicinamento alla posizione degli amministratori esecutivi e, quindi, un inevitabile aggravamento [sia consentito il rinvio, sul punto, a M.MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, pag. 909 ss.]. Si avrebbe cioè, anche sul versante «sanzionatorio», un annacquamento della precisa linea di demarcazione tra amministratori investiti di poteri delegati e amministratori muniti di compiti di controllo e vigilanza della correttezza delle scelte gestorie che la riforma organica del diritto societario ha inteso riaffermare con particolare nettezza (v. l'art. 2392, comma 1, inciso finale, c.c.).

Del resto, non può non attribuirsi massimo rilievo, sotto questo profilo, alla scelta finale compiuta dalla Consob di discostarsi dalla iniziale sua proposta di Regolamento sulle operazioni con parti correlate la quale riservava agli amministratori indipendenti una vera e propria competenza decisoria sull'operazione o, comunque, un ruolo «determinante» nello svolgimento delle trattative. In altri termini, dall'assetto definitivo impresso dal Regolamento Consob alla disciplina delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza emerge una precisa e coerente «ripartizione» di funzioni in seno all'organo amministrativo della società: da un lato, vi sono gli amministratori esecutivi che promuovono e propongono la struttura da loro ritenuta (per controparte e condizioni economiche) più coerente con l'interesse sociale; dall'altro, vi sono gli amministratori indipendenti (non correlati) i quali esaminano *quella specifica proposta* e ne valutano la correttezza sostanziale.

CHIOMENTI

4. Se non esiste un dovere della Banca di provocare eventuali ulteriori manifestazioni di interesse, certamente sussiste però l'obbligo per i suoi Amministratori di analizzare attentamente i due segmenti dell'alternativa – rinegoziazione con Axa o individuazione di un *partner* alternativo – e di porre a raffronto vantaggi, svantaggi e criticità dell'una e dell'altra soluzione in termini di costi, ritorni economici e possibilità di concretizzazione in tempi coerenti e compatibili con le esigenze della Banca.

Questa ponderazione tra le diverse soluzioni in campo richiede, a nostro avviso, il coinvolgimento del Comitato.

Infatti, la decisione su come sciogliere l'alternativa tra l'acquisizione di nuove offerte volte alla individuazione di un nuovo *partner* e la rinegoziazione dell'Accordo influisce sulle probabilità di continuazione del rapporto con Axa, le quali risulterebbero maggiori ove la scelta del Consiglio di Amministrazione fosse favorevole alla seconda opzione (cioè nel senso di avviare subito il confronto negoziale in esclusiva con Axa). Dinanzi a questa potenziale interferenza dell'interesse di Axa, emerge l'esigenza che la scelta della Banca sia adottata nel rispetto di cautele procedurali idonee a salvaguardarne la correttezza sostanziale e la coerenza con l'interesse della Società e che ciò avvenga nel rispetto di quanto previsto dalla disciplina del Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate.

Ciò comporta, in dettaglio, la necessità:

- a) che l'Organo Delegato della Banca elabori una proposta puntuale indicando quale opzione sia quella più idonea a tutelare l'interesse sostanziale della Banca;
- b) che il Comitato renda un parere preventivo vincolante in ordine alla conformità di tale proposta con l'«*interesse della Società*» e alla sua «convenienza» sul piano economico, strategico e imprenditoriale per la Banca (cfr. l'art. 8, comma 1, lett. c, del Regolamento Consob);
- c) che, vista la delicatezza e la complessità della valutazione nonché i tempi ristretti entro cui formularla, il Comitato si faccia assistere da un proprio *advisor* finanziario indipendente, diverso dall'*advisor* della Banca;
- d) che il Comitato riceva, nella persona di un proprio Componente appositamente individuato o per il tramite del proprio *advisor*, un «flusso informativo

CHIOMENTI

completo e tempestivo» sul fondamento e le ragioni della proposta, con facoltà di formulare eventuali osservazioni o richiedere ulteriori chiarimenti.

Tale scansione procedimentale trova conferma nel percorso già intrapreso dalla Banca. Infatti, il Comitato è stato investito per tempo della tematica relativa alla “*Partnership Bancassurance*” attraverso la elaborazione di un dettagliato documento, predisposto dalle strutture competenti e recante talune “*Considerazioni preliminari*” in ordine agli elementi di cui tenere conto ai fini della scelta tra l’opzione di rinegoziare l’Accordo e l’opzione di una eventuale asta: ivi si legge che “*in considerazione del coinvolgimento di una parte correlata, entrambe le soluzioni, seppure con angolazioni differenziate, richiedono il coinvolgimento di advisor finanziari e legali terzi per supportare la Banca*” (cfr. pag. 32).

Ivi si leggono, inoltre, analitiche riflessioni, con il supporto di specifici dati numerici, in ordine all’assetto del settore di *Bancassurance* in Italia (pag. 4 ss.) e alla performance della *partnership* attuale con Axa (pag. 12 ss.).

Ma soprattutto il predetto documento reca evidenza di un primo confronto tra la *partnership* con Axa e una ipotetica *joint venture* di dimensioni e rilevanza comparabili, nonché una prima scrematura di potenziali *partners* alternativi. In sostanza, ci pare di poter osservare che si è già avviata una interlocuzione tra la Banca e il Comitato del tutto in linea con le previsioni del Regolamento Consob.

Al tempo stesso, si dovrà tenere conto delle specificità del caso concreto e, in particolar modo, dell’esigenza di esaurire la fase valutativa in tempi stretti, al fine di prevenire “soluzioni di continuità”.

E sotto questo profilo, non può non sottolinearsi il vantaggio che la decisione di procedere alla rinegoziazione con Axa presenta rispetto alla eventuale indizione di una gara. Infatti, se è vero che la scelta di rinegoziare con Axa non dà alcuna garanzia in ordine al rinnovo dell’Accordo – giacché la rinegoziazione potrebbe avere, in astratto, esito negativo, con conseguente interesse della Banca o di Axa a esercitare la disdetta – è anche vero che, in questo scenario, l’Accordo continuerebbe comunque a produrre i propri effetti per un anno (e cioè sino al 18 ottobre 2017). La Banca disporrebbe, pertanto, di un congruo lasso di tempo per impostare il processo di ricerca di un altro *partner* assicurativo strategico.

CHIOMENTI

La scelta di avviare la sollecitazione di offerte sul mercato o comunque di sondare l'esistenza di alternative potrebbe invece pregiudicare la possibilità della Banca di rinegoziare l'Accordo entro il termine previsto per la disdetta o indurre Axa a esercitare a sua volta la facoltà di disdetta. In questo caso, la Banca avrebbe perso la possibilità di rinegoziare a condizioni più favorevoli l'Accordo, senza avere alcuna certezza in ordine alla esistenza di concrete alternative sul mercato.

5. Fermo il ruolo del Comitato nella fase valutativa appena descritta concernente la selezione dell'opzione da percorrere, l'esigenza di un suo successivo ulteriore coinvolgimento si porrebbe solo ove la Banca prediligesse la via della rinegoziazione in esclusiva degli Accordi con Axa, in quanto parte correlata.

Per tale ipotesi, e volendo per linee assai generali disegnare la natura e i termini dell'intervento del Comitato, si può osservare quanto segue:

(aa) il Comitato ha il diritto di richiedere al *management* della Banca (e ai suoi *advisor* finanziari e legali) tutti gli elementi e i dati necessari per valutare, in modo analitico e consapevole, i termini giuridici, economici e finanziari della programmata operazione: ciò si ricava con chiarezza sia dal tenore del già ricordato art. 8 del Regolamento (a mente del quale il Comitato deve essere coinvolto «*nella fase delle trattative e nella fase istruttoria attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo*» e ha «*facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria*»), sia dall'esigenza che il Comitato sia messo in condizione di assolvere la sua funzione di verifica della correttezza sostanziale dell'operazione con parte correlata di maggiore rilevanza;

(bb) il Comitato ha, inoltre, il diritto di «partecipare» alle trattative personalmente o per il tramite di *advisor* indipendenti da essi designati; questa prerogativa deve essere intesa, stando alla formulazione stessa del Regolamento Consob, (i) come facoltà di «assistere» al processo negoziale e (ii) come potere «di formulare osservazioni agli organi delegati e ai soggetti incaricati della conduzione delle trattative o dell'istruttoria»;

(cc) il Comitato non può, per contro, *condurre le trattative o conformarne i tempi e le scadenze*: deve cioè escludersi che gli amministratori indipendenti che ne fanno parte

CHIOMENTI

siano abilitati ad “assumere l’iniziativa” gestoria in ordine alla definizione del tipo e della struttura della potenziale operazione: un autonomo ruolo propulsivo nello svolgimento delle trattative introdurrebbe un elemento di forte discontinuità nella gestione dell’impresa, rimessa istituzionalmente agli organi delegati, e attenuerebbe la distinzione di funzioni che per legge deve sussistere tra amministratori esecutivi e amministratori indipendenti, rischiando di compromettere la posizione di “terzietà” e “autonomia di giudizio” tipicamente propria di quest’ultimi;

(dd) in questo senso depone anche la considerazione che, se si ammettesse un intervento *attivo* degli amministratori indipendenti (e dei loro *advisor*) nel processo di individuazione delle caratteristiche giuridiche ed economiche dell’operazione, verrebbe meno la funzione stessa del parere – si rammenti, *vincolante* [cfr. l’art. 8, comma 1, lett. c) e il comma 2, Regolamento Consob] – che essi sono chiamati a rilasciare in ordine all’interesse della Società al compimento dell’operazione: assai difficilmente, infatti, gli amministratori indipendenti esprimerebbero giudizio negativo su di una operazione la cui struttura (anche in ordine alla possibile controparte) hanno concorso attivamente a definire e conformare.

6. Per quanto precede riteniamo, dunque, in sintesi:

- che gli Accordi con Axa abbiano durata decennale, potendo ciascuna delle parti sottrarsi alla prosecuzione del rapporto per altri dieci anni mediante esercizio di una facoltà di disdetta, ma contemplino al tempo stesso regole pensate al fine di incentivare le parti a una meditata ponderazione prima del suo eventuale esercizio;

- che la proposta in ordine alla strada da percorrere spetti in via esclusiva all’Organo Delegato della Banca e debba realizzarsi attraverso una comparazione dei vantaggi e degli svantaggi delle soluzioni prospettabili, al fine di isolare quella più conforme all’interesse della Banca;

- che su tale proposta debba esprimersi in modo vincolante il Comitato, previa nomina di un proprio *advisor* indipendente, e quindi pronunciarsi in sede collegiale il Consiglio di Amministrazione;

- che, una volta formulata tale scelta e ipotizzandone la natura di operazione con parte correlata (o in quanto si tratti di avviare una gara con la partecipazione di Axa o in quanto si tratti di rinegoziare le condizioni dell’Accordo originario con Axa), il

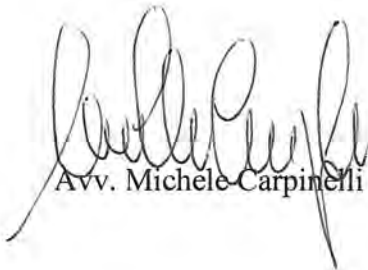
CHIOMENTI

Comitato sia senz'altro titolare del potere di ricevere un flusso informativo tempestivo e adeguato sui diversi possibili aspetti dell'operazione, di assistere alle trattative, per il tramite di un proprio Componente o a mezzo dell'*advisor*, nonché di richiedere chiarimenti e formulare osservazioni (ma non il potere di formulare proposte alternative a quelle del management né quello di sollecitare o farsi promotore di opzioni strategiche diverse).

..*.*.*

Nel restare a disposizione di questo Comitato per ogni occorrenza, si inviano i più cordiali saluti.


Prof. Avv. Marco Maugeri


Avv. Michele Carpinelli

Roma, 29 novembre 2016

Ai Componenti del Comitato per le Operazioni

con Parti Correlate di Banca Monte dei Paschi S.p.A.

Gentili Signori,

nel contesto dell'incarico affidato al nostro Studio dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate della Banca (il "Comitato") esprimiamo a codesto Comitato l'opinione legale del nostro Studio in relazione al parere che il Comitato è richiesto di rilasciare al Consiglio di Amministrazione della Banca, in applicazione del Regolamento Consob e della procedura della Banca per Operazioni con Parti Correlate e Soggetti Collegati, a supporto delle deliberazioni che il Consiglio di Amministrazione della Banca andrà ad assumere sulla rinegoziazione degli accordi di bancassurance con il Gruppo Axa.

In particolare l'opinione legale del nostro Studio ha ad oggetto la conformità alla disciplina in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati del processo seguito dalla Banca nella rinegoziazione di alcuni aspetti della JV con Axa.

Nell'esporre la nostra posizione, facciamo riferimento a quanto da noi osservato nel parere reso a codesto Comitato in data 6 aprile 2016 sull'interesse della Banca ad avviare tempestivamente il confronto con Axa in ordine a tale rinegoziazione, in vista della scadenza dell'ottobre 2016 – poi prorogata al 30 novembre 2016 – per l'esercizio della eventuale disdetta della JV. Nel richiamare integralmente il contenuto di detto parere ci permettiamo, per comodità di riferimento, di riprodurre le conclusioni ivi esposte.



CHIOMENTI

“Per quanto precede riteniamo, dunque, in sintesi:

- *che gli Accordi con Axa abbiano durata decennale, potendo ciascuna delle parti sottrarsi alla prosecuzione del rapporto per altri dieci anni mediante esercizio di una facoltà di disdetta, ma contemplino al tempo stesso regole pensate al fine di disincentivare tale disdetta o comunque di indurre le parti a una meditata ponderazione prima del suo eventuale esercizio;*
- *che la proposta in ordine alla strada da percorrere spetti in via esclusiva all'Organo Delegato della Banca e debba realizzarsi attraverso una comparazione dei vantaggi e degli svantaggi delle soluzioni prospettabili, al fine di isolare quella più conforme all'interesse della Banca;*
- *che su tale proposta debba esprimersi in modo vincolante il Comitato, previa nomina di un proprio advisor indipendente, e quindi pronunciarsi in sede collegiale il Consiglio di Amministrazione;*
- *che, una volta formulata tale scelta e ipotizzandone la natura di operazione con parte correlata (o in quanto si tratti di avviare una gara con la partecipazione di Axa o in quanto si tratti di rinegoziare le condizioni dell'Accordo originario con Axa), il Comitato sia senz'altro titolare del potere di ricevere un flusso informativo tempestivo e adeguato sui diversi possibili aspetti dell'operazione, di assistere alle trattative, per il tramite di un proprio Componente o a mezzo dell'advisor, nonché di richiedere chiarimenti e formulare osservazioni (ma non il potere di formulare proposte alternative a quelle del management né quello di sollecitare o farsi promotore di opzioni strategiche diverse).”*

Ai fini della presente opinione, abbiamo preso visione: (i) della «Nota sintetica» di aggiornamento predisposta dalle strutture competenti al fine di aggiornare il Comitato Operazioni Parti Correlate della Banca e porlo in condizione di assumere le determinazioni che sono rimesse alla sua competenza dalla disciplina vigente (la “Nota Sintetica”); (ii) della poposta di delibera formulata dalle competenti strutture della Banca e della allegata bozza di lettera di intenti che la Banca sottoscriverebbe con Axa entro il 30 novembre 2016 (la “Proposta di Delibera”); (iii) del documento denominato «Partnership Axa-Mps. Materiale per discussione» predisposto da KPMG, advisor finanziario della Banca, recante descrizione delle «“Tappe negoziali” nella definizione del Corrispettivo Upfront per BMPS», nonché dei «Fattori Mitiganti vs Corrispettivo:

CHIOMENTI

fasi negoziali e stato dell'arte»; (iv) del documento denominato "Rinegoziazione degli accordi di bancassurance con il Gruppo Axa" predisposto da PwC, nella sua qualità di *advisor* finanziario del Comitato nel processo di valutazione degli aspetti finanziari e commerciali collegati alla rinegoziazione dei predetti accordi di JV con Axa; (v) della *fairness opinion* predisposta da PwC.

1. Come noto, ai sensi dell'art. 8, comma 1, lett. c), del Regolamento Consob n. 17221/2010, il parere che il Comitato è chiamato a rilasciare verte «sull'interesse della Società al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni». Analogamente, l'art. 4.2., lett. d), della "Global Policy" adottata dal Gruppo MPS in materia di «Operazioni con parti correlate e soggetti collegati» attribuisce al Comitato il compito di rendere il proprio parere, preventivo e motivato, «in merito all'interesse della Banca al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni».

2. Dalla Nota Sintetica e dalla Proposta di Delibera emergono i seguenti elementi costitutivi dell'accordo che le strutture competenti della Banca avrebbero raggiunto con Axa al fine di addivenire al rinnovo della JV:

a. da un lato, la Banca acconsentirebbe (i) alla cancellazione della call option sul 50% del capitale delle Life e P&C Newco che Axa è libera di costituire con reti bancarie terze a seguito dell'accordo modificativo del 2014 (la "Opzione Call"); (ii) alla elisione del vincolo di esclusiva a favore di AMF sui prodotti Unit/Index Linked e (iii) alla eliminazione dei vincoli all'utilizzo di canali diretti (piattaforma *on line* e telefono) per distribuire i propri prodotti (ad oggi limitati, dall'art. 6.9, ult. cpv. dell'Accordo Quadro del 2007, ai soli prodotti della responsabilità civile auto e all'assicurazione sulla casa);

b. dall'altro, Axa acconsentirebbe: (i) a versare immediatamente alla Banca una somma pari a 10 milioni di Euro e (ii) a riconoscere a MPS Capital Service (x) il ruolo di coordinatore per i prodotti bancassicurativi delle Unit linked protette della JV, con il beneficio di una commissione fissa e di un periodo decennale, nonché (y) un right to

CHIOMENTI

match sul 50% del volume nozionale dei derivati *over-the-counter* generati dalla JV, per un periodo di tre anni (prorogabile per altri tre);

c. infine, vi sarebbero alcuni elementi negoziali volti a temperare l'incidenza della rinuncia della Banca alla Opzione Call sull'operatività della JV (i "Fattori Mitiganti"): (i) esclusione di due Gruppi bancari (Intesa e Unicredit) e di quattro reti di promotori (Fideuram, Fineco, Allianz bank e Generali) dal novero dei partners con cui Axa potrebbe concludere accordi di bancassicurazione; (ii) previsione di una esclusiva temporanea di sei mesi a favore della Banca nella distribuzione di nuovi prodotti sviluppati dalla JV e (iii) introduzione di una clausola per evitare un pricing anti-concorrenziale da parte di Axa.

3. La Nota Sintetica, la Proposta di Delibera e i documenti di KPMG e di PwC illustrano in dettaglio le tappe negoziali percorse dalle competenti strutture della Banca nella rinegoziazione degli accordi di JV. Tappe che si incardinano in tre successive fasi di proposte e controproposte di Axa e della Banca; la prima svoltasi nel maggio/giugno del 2016; la seconda nel luglio/settembre del 2016 e la terza nel periodo ottobre/novembre del 2016. Queste tappe di negoziazione condotte dalle strutture della Banca evidenziano che, nel contesto negoziale nel quale la Banca si pone, le strutture e gli organi delegati della Banca hanno di volta in volta elaborato proposte tese alla migliore tutela degli interessi della Banca, conseguenti alla decisione assunta dal Consiglio di Amministrazione della Banca nella riunione del 5 maggio 2016 "*di ritenere rispondente all'interesse della Banca procedere all'avvio di un confronto negoziale con Axa per la ridefinizione di taluni termini dell'accordo stipulato nel 2007*".

Le strutture della Banca hanno costantemente tenuto informato il Comitato dell'evoluzione della negoziazione e delle successive proposte e controproposte, consentendo pertanto al Comitato, anche tramite il proprio *advisor* finanziario, di svolgere il compito ad esso assegnato dalla procedura per le Operazioni con Parti Correlate e in particolare di richiedere chiarimenti e formulare osservazioni, fermo restando il potere esclusivo del *management* della Banca nella conduzione della negoziazione.

CHIOMENTI

4. A nostro avviso non possono sussistere dubbi sulla correttezza procedimentale, nella prospettiva della disciplina in materia di operazioni con parti correlate, delle diverse fasi nelle quali si è snodata la rinegoziazione.

Non compete al nostro Studio esprimere opinioni sul contenuto e quindi sulla convenienza economica e la correttezza sostanziale dei risultati della negoziazione, soccorrendo al riguardo il parere dell'advisor finanziario PwC.

Riteniamo però utile segnalare a codesto Comitato che dall'esame della predetta documentazione emerge l'interesse della Banca al rinnovo della JV con Axa sulla base degli accordi raggiunti. Infatti:

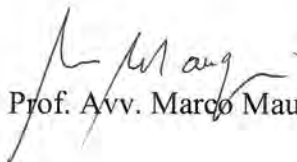
(a) la Proposta di Delibera elaborata dalle strutture della Banca è il risultato di uno scambio di proposte e controproposte nelle quali la Banca ha elaborato ogni volta soluzioni negoziali di tutela degli interessi della Banca che consentono di pervenire a una composizione equilibrata dei rispettivi interessi: è stato, pertanto, rispettato l'interesse della Banca a una ponderazione analitica e adeguata delle diverse opzioni, in base al contesto negoziale e allo stato delle trattative, realisticamente ipotizzabili e concretamente raggiungibili;

(b) risulta tutelato l'interesse della Banca a pervenire a una positiva conclusione della rinegoziazione degli accordi di JV con Axa, anche in considerazione delle significative operazioni finanziarie che la Banca ha in corso e che comportano la rappresentazione al mercato finanziario dell'operatività della Banca negli anni a venire. Viene in tal modo evidenziato un elemento di certezza in ordine alle attività della Banca e ai relativi aspetti economici in un comparto industriale di particolare rilevanza strategica, nonché alla capacità e alla credibilità del *management* della Banca, nel contesto dato, di avviare a una positiva conclusione la rinegoziazione dei detti accordi;

(c) le soluzioni commerciali individuate in aggiunta al pagamento immediato da parte di Axa dell'importo di 10 milioni corrispondono all'interesse della Banca a ottenere il riconoscimento formale del Gruppo MPS, nel caso di specie per il tramite di MPS CS come *preferred partner*, confermando in tal modo la *partnership* industriale fra il Gruppo MPS ed il Gruppo Axa con tutte le valenze industriali che ciò può comportare.

CHIOMENTI

Nel restare a disposizione di questo Comitato per ogni occorrenza, si inviano i più cordiali saluti.


Prof. Avv. Marco Maugeri


Avv. Michele Carpinelli

PARERE
DEL
COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
DI
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A.

Siena, 29 novembre 2016

Redatto ai sensi dell'art. 4.1, Parte II, della *"Global Policy in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati"* di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 novembre 2014 (la **"Procedura Parti Correlate"**) e dall'articolo 8 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato (il **"Regolamento Parti Correlate"**).

Il presente parere è rilasciato dal comitato per le operazioni con parti correlate (il **"Comitato"**) di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (la **"Banca"** o **"BMPS"**) ai sensi della Procedura Parti Correlate.

1. Premesse

- A. Il 22 marzo 2007 la Banca ha stipulato con AXA S.A. ("AXA") un accordo quadro contenente condizioni e termini di un'operazione di *bancassurance* volta a creare una *joint venture* assicurativa su prodotti vita, danni e previdenziali (l'"**Accordo Quadro**").
- B. L'Accordo Quadro ha una durata pari a 10 anni a partire dal 19 ottobre 2007, con previsione di rinnovo automatico per ulteriori 10 anni in caso di mancata disdetta entro 12 mesi dall'ultimo giorno del primo periodo di durata (e, dunque, entro il 18 ottobre 2016). Il termine finale per la disdetta è stato successivamente prorogato al termine successivamente prorogato al 30 novembre 2016 (la "**Data di Scadenza**").
- C. In vista della scadenza dell'Accordo Quadro, la Banca ha raggiunto con AXA un accordo sui termini e le condizioni alle quali proseguire nel rapporto di *bancassurance* (i "**Termini della Rinegoziazione**").
- D. Il mancato esercizio della disdetta e la conseguente condivisione dei Termini della Rinegoziazione si inquadrano tra le operazioni con parti correlate (per le ragioni indicate al successivo paragrafo 2.4) e, pertanto, il Comitato, alla stregua di quanto previsto dal Regolamento Parti Correlate e dalla Procedura Parti Correlate, è chiamato a esprimere il proprio parere preventivo e motivato in merito (i) all'interesse sociale della Banca alla realizzazione dell'operazione nonché (ii) sulla convenienza economica e la correttezza sostanziale e procedurale dell'accordo raggiunto con Axa (il "**Parere**").

2. Descrizione degli elementi essenziali dell'Operazione

2.1 Il contesto contrattuale esistente

In data 22 marzo 2007 le Parti hanno stipulato l'Accordo Quadro volto a sancire le condizioni e i termini di un'operazione di *bancassurance* al fine di creare una *joint venture* assicurativa su prodotti vita, danni e previdenziali.

In data 19 ottobre 2007 sono stati sottoscritti taluni accordi accessori e strumentali all'operazione di *bancassurance*:

- (i) il contratto di compravendita di partecipazioni tra MPS Finance Banca Mobiliare S.p.A. e AXA Mediterranean Holding S.A. avente a oggetto la compravendita di una partecipazione pari al 50% del capitale di Monte Paschi Assicurazione Danni S.p.A. ("**AMAD**") e di Monte Paschi Vita S.p.A. ("**AMAV**");
- (ii) il patto parasociale tra MPS Finance Banca Mobiliare S.p.A. e AXA Mediterranean Holding S.A. concernente la *governance* e gli assetti proprietari di AMAD e AMAV (il "**Patto Parasociale**"), il quale contempla, tra l'altro, un meccanismo di opzioni *put&call* secondo cui (x)

in caso di disdetta della *joint venture* esercitata da AXA, la Banca ha il diritto di acquistare le partecipazioni detenute in AMAV e in AMAD a un prezzo pari al 90% del prezzo di esercizio (equivalente alla somma dell'*embedded value* e del *goodwill* su base *perpetuity*), mentre (y) in caso di disdetta esercitata dalla Banca, AXA ha il diritto di vendere alla Banca le proprie partecipazioni detenute in AMAV e AMAD a un prezzo pari al 110% del prezzo di esercizio.

- (iii) contratti di distribuzione di prodotti assicurativi tra AMAD e AMAV, da una parte, e, rispettivamente, la Banca e le banche appartenenti alla rete (i "**Contratti di Distribuzione**"), con vincolo di esclusiva in favore della rete della Banca in ordine alla distribuzione di prodotti vita e previdenziali offerti e sviluppati da AMAV e con previsione, altresì, di una distribuzione in via preferenziale sulla rete dei prodotti danni offerti e sviluppati da AMAD.

Nella medesima data è stato sottoscritto un *addendum* all'Accordo Quadro con il quale le parti si sono date atto dell'avvenuto verificarsi delle condizioni sospensive previste nell'Accordo Quadro e del compimento di alcune attività ivi previste e hanno modificato alcune sue previsioni.

In data 8 febbraio 2010 le Parti hanno stipulato un ulteriore *addendum* all'Accordo Quadro con il quale hanno convenuto il pagamento di un ulteriore corrispettivo da parte di AXA in ragione dell'acquisto di Banca Antonveneta da parte della Banca e della conseguente estensione anche alla rete di tale banca degli effetti dell'Accordo Quadro.

In data 28 marzo 2014 le Parti hanno sottoscritto un *amendment agreement* con il quale hanno modificato i vincoli di esclusiva a carico di AXA previsti originariamente dall'Accordo Quadro prevedendo (i) la rinuncia da parte della Banca ad alcune previsioni dell'Accordo Quadro che contemplavano restrizioni all'operatività di AXA e vincoli di esclusiva in favore delle società assicurative oggetto di *joint venture*, con conseguente diritto di AXA di sviluppare, distribuire e promuovere la sottoscrizione di taluni prodotti attraverso società già esistenti o di nuova costituzione, a fronte (ii) del riconoscimento di un'opzione call in favore della Banca, da esercitarsi al *fair value* e a condizione che siano ancora in essere l'Accordo Quadro e il Patto, e avente a oggetto l'acquisto del 50% del capitale delle Life e P&C *Newco* che AXA è libera di costituire con reti bancarie terze (l'"**Opzione Call**").

2.2 Il confronto negoziale tra la Banca e AXA

In data 5 maggio 2016 e in ragione dell'approssimarsi della Data di Scadenza, il Consiglio di Amministrazione della Banca ha esaminato l'alternativa strategica consistente nella scelta tra l'avvio di una negoziazione bilaterale con AXA e l'avvio di un processo strutturato di asta competitiva mediante

selezione di un certo numero di potenziali *partner* assicurativi diversi da AXA. In esito a tale valutazione, il Consiglio di Amministrazione ha deliberato di optare per la soluzione della rinegoziazione dell'Accordo Quadro con AXA sulla base di considerazioni di natura finanziaria e di mercato.

La negoziazione con AXA ha avuto a oggetto, principalmente, la determinazione del corrispettivo da riconoscere alla Banca per la rinuncia alla Opzione Call. Nella prospettiva di AXA, infatti, la presenza dell'Opzione Call rappresenta una limitazione alla possibilità di espansione del *business* da parte di AXA con reti terze. La rinuncia all'Opzione Call da parte della Banca consentirebbe inoltre ad AXA di sviluppare accordi di bancassicurazione caratterizzati da una gamma di prodotto "completa" (comprensiva, cioè, sia del Ramo I che del Ramo III) e in linea, pertanto, con la prassi di mercato per accordi distributivi di questa natura.

A fronte di tali rinunce, BMPS ha richiesto il pagamento di un corrispettivo finanziario *upfront* e l'introduzione di alcune clausole contrattuali aventi lo scopo di mitigare eventuali ripercussioni negative della rinuncia sulla operatività della *joint venture* con AXA.

In questa prospettiva, il confronto negoziale tra AXA e le competenti strutture della Banca si è snodato lungo tutto l'arco temporale compreso tra maggio e novembre 2016, articolandosi in una serie di proposte e controproposte sugli aspetti sopra evidenziati.

2.3 I Termini della Rinegoziazione

A esito dell'*iter* negoziale appena evocato, AXA e la Banca hanno condiviso i seguenti elementi costitutivi dell'accordo funzionale al rinnovo della *joint venture*:

- (i) la cancellazione della Opzione Call;
- (ii) la cancellazione dell'esclusiva in favore di AXA MPS Financial Ltd. sui prodotti *Unit* e *Index Linked*, prevista nel paragrafo 2.3 dell'*amendment agreement* del 28 marzo 2014;
- (iii) l'eliminazione dei vincoli allo svolgimento del *direct business* da parte di AXA, previsto nell'ultimo capoverso del paragrafo 6.9 dell'Accordo Quadro;
- (iv) il riconoscimento a favore della Banca, a fronte delle concessioni di cui ai precedenti punti (i), (ii) e (iii), di un corrispettivo fondato sui seguenti pilastri:
 - o il pagamento immediato alla Banca da parte di AXA di una somma pari a Euro 10 milioni;
 - o il diritto di MPS *Capital services* ("MPS CS") di agire in qualità di *coordinator* per un periodo di 10 anni con riferimento al

- collocamento del prodotto *unit linked* protette della *joint venture*, con una remunerazione pari a 0,125% dei volumi generati annualmente;
- un *right to match* in favore di MPS CS in ordine alle offerte economiche di banche terze sulla gestione dei prodotti derivati sottostanti le *unit linked* protette della *joint venture*, per una quota pari ad almeno il 50% dei volumi generati e per una durata di 3 anni, rinnovabile per ulteriori 3 anni secondo modalità da definirsi tra le parti;
- (v) l'introduzione dei seguenti elementi volti a mitigare gli effetti negativi derivanti dai punti (i), (ii) e (iii):
- il divieto per AXA di stipulare accordi di *bancassurance* con il gruppo Intesa e con il gruppo Unicredit;
 - il divieto per AXA di stipulare accordi di *bancassurance* con le principali reti di promotori finanziari (identificate nelle reti Fideuram, Fineco, Allianz Bank, Banca Generali);
 - l'esclusiva temporanea di 6 mesi in favore della Banca sulla distribuzione di nuovi prodotti sviluppati nell'ambito della *joint venture*;
 - l'introduzione di una clausola per evitare *anti-competitive pricing* da parte di AXA.

2.4 Applicabilità della Procedura Parti Correlate

La complessiva rinegoziazione con AXA si qualifica come "operazione con parti correlate di maggiore rilevanza" ai sensi dell'articolo 8 del Regolamento Parti Correlate nonché dell'articolo 3.2, Parte II, della Procedura Parti Correlate.

In primo luogo, AXA è parte correlata della Banca sia ai fini della normativa CONSOB sia ai fini della normativa Banca d'Italia, in ragione del rilievo economico e imprenditoriale che la *joint venture* ha per la Banca e in considerazione altresì della partecipazione detenuta dal Gruppo AXA nel capitale sociale della Banca (partecipazione che, alla data dell'Assemblea degli azionisti del 24 novembre 2016), risultava pari al 3,17% del capitale sociale.

Per quanto attiene all'inquadramento degli esiti della rinegoziazione dell'Accordo Quadro nell'alveo delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza, si è tenuto conto della circostanza che tale rinegoziazione si fonda sull'interesse della Banca alla conservazione del rapporto di *partnership* con AXA. Si è dunque reputato necessario considerare non solo il controvalore economico dei diritti e degli obblighi racchiusi nei Termini della Rinegoziazione ma, più in generale, il complessivo valore della *joint venture* con AXA ricostruibile sulla base delle stime delle provvigioni annue generate

dalla *joint venture*, dei proventi/perdite sulle partecipazioni in AMAV e AMAD, dal valore di carico delle predette partecipazioni.

In questa prospettiva, la rinegoziazione deve qualificarsi come operazione di "maggiore rilevanza" ai sensi del Regolamento Parti Correlate in quanto di valore superiore alla soglia del 5% del patrimonio di vigilanza consolidato prevista dalla Procedura Parti Correlate.

3. Attività istruttoria del Comitato

- 3.1. Ai sensi e nel rispetto di quanto previsto dal paragrafo 4.1., Parte II, della Procedura Parti Correlate, il Comitato è stato coinvolto sia al momento di assumere la decisione sulla alternativa tra l'avvio di un confronto negoziale con AXA e l'instaurazione di una procedura di gara con potenziali *partner* alternativi. Una volta sciolta tale alternativa, il Comitato è stato, inoltre, coinvolto dalle competenti strutture della Banca sia nella fase negoziale sia in quella istruttoria, ricevendo tempestivamente dai soggetti incaricati delle trattative informazioni complete e adeguate in merito all'operazione e alle diverse fasi di svolgimento della negoziazione. Di seguito si indica, partitamente, l'attività istruttoria e di analisi svolta dal Comitato.
- 3.2. In data 11 marzo 2016 si è tenuta una prima riunione del Comitato avente a oggetto l'eventuale rinnovo della *joint venture* con AXA, alla presenza dell'organo delegato. Nel corso della riunione è stata descritta una sintesi degli accordi di *bancassurance* in essere con AXA e dell'esigenza di decidere entro la relativa scadenza se disdire l'Accordo Quadro o rinnovarlo per un ulteriore decennio. E' stata fornita, inoltre, una descrizione dei risultati conseguiti dalla *joint venture*. Il Comitato, anche alla luce della complessità della vicenda, ha manifestato l'esigenza di farsi supportare nelle proprie valutazioni da un *advisor* finanziario e da un *advisor* legale, scelti sulla base di una rosa di candidati.
- 3.3. In data 14 marzo 2016 il Comitato ha esaminato una prima lista di candidati e si è confrontato sui temi della durata dell'Accordo Quadro e della necessità di far precedere la decisione sulla disdetta o rinegoziazione degli accordi con AXA da una verifica in ordine alla esistenza sul mercato di potenziali *partner* alternativi ad AXA.
- 3.4. In data 18 marzo 2016 il Comitato, a seguito di ampio confronto, ha deliberato la nomina di PricewaterhouseCoopers S.p.A. ("PwC") quale proprio *advisor* finanziario chiamato a fornire supporto sui profili valutativi dell'operazione, e dello Studio Chiomenti quale proprio *advisor* legale, chiamato a fornire supporto nella analisi della complessiva documentazione contrattuale.
- 3.5. In data 6 aprile 2016 il Comitato ha quindi acquisito il parere dello Studio Chiomenti sulla durata dell'Accordo Quadro e sull'esistenza o meno, per la

Banca, di un obbligo di sollecitare il mercato prima di decidere se avviare o meno un confronto negoziale con AXA.

- 3.6. Nelle successive riunioni tenutesi il 5 maggio, il 24 maggio, il 16 giugno, l'8 settembre e il 26 settembre 2016 il Comitato è stato informato dal *management* della Banca degli sviluppi della negoziazione e, con il supporto degli *advisor* finanziario e legale, ha esaminato la documentazione fornita dalla Banca e dal suo *advisor* finanziario KPMG Advisory S.p.A.
- 3.7. In particolare nella riunione del 26 settembre 2016 è stata esaminata una proposta di proroga della Data di Scadenza dal 19 ottobre 2016 fino alla fine di novembre 2016 per rendere possibile la chiusura della negoziazione con AXA; il Comitato ha espresso parere favorevole alla suddetta proroga nel presupposto che sarebbero rimasti inalterati e impregiudicati tutte le altre previsioni dell'Accordo Quadro, compreso il rinnovo automatico alle medesime condizioni in caso di mancata disdetta dello stesso (e in assenza di finalizzazione di un accordo sui termini del rinnovo).
- 3.8. In data 25 novembre 2016 il *management* della Banca ha inviato al Comitato una nota sintetica di aggiornamento che espone l'ipotesi di accordo raggiunto tra le parti sui Termini della Rinegoziazione.
- 3.9. In data 29 novembre 2016 il *management* della Banca ha inviato al Comitato la proposta di delibera contenente le indicazioni prescritte dall'art. 4.1.1., lett. c), della Procedura Parti Correlate (la "**Proposta di Delibera**"), alla quale è stata allegata una bozza di lettera di intenti, contenente i Termini della Rinegoziazione, che la Banca sottoscriverebbe con AXA entro il 30 novembre 2016.
- 3.10. Nella riunione del 29 novembre 2016 il Comitato, alla presenza degli *advisor* finanziario e legale: ha compiutamente analizzato la proposta ricevuta dalla Banca e la documentazione a supporto, ivi incluso il testo della bozza di lettera di intenti; ha analizzato e condiviso la *fairness opinion* di PwC, con la relativa documentazione di supporto, nonché il parere rilasciato dallo Studio Chiomenti; ha, infine, reso il proprio Parere, nell'assunto che la lettera di intenti venga siglata dalla Banca nel testo sottoposto al Comitato e che, pertanto, l'accordo di rinegoziazione con AXA rifletta coerentemente i Termini della Rinegoziazione.

4. Valutazioni effettuate da PwC

Di seguito si riporta una sintesi delle valutazioni svolte da PwC, come articolate nella *fairness opinion* e nella documentazione a supporto.

4.1. Processo valutativo e ipotesi sottostanti

La stima del valore teorico della rinuncia alla Opzione Call è stata effettuata da PwC attraverso la valutazione dei premi che teoricamente Quadra potrebbe generare nei prossimi anni con un partner assicurativo come AXA.

A tal fine, PwC ha identificato, quali principali linee guida valutative:

- la stima dei premi che Quadra potrà generare a regime, ottenuta applicando alcuni indici di produttività generati dalla *joint venture* prudenzialmente rettificati al ribasso in diversi scenari di *sensitivity*;
- il prezzo di esercizio della Opzione Call pari al 50% del *fair market value* teorico ottenuto in base alle ipotesi dello scenario base;
- le riserve tecniche, capitale, ROE, redditività lordo imposte, crescita del capitale, e altre ipotesi "tecniche" in linea con valori di mercato.

Con riguardo alle attività descritte al precedente paragrafo 2.3, punti (v) e (vi), la stima del valore teorico dell'offerta che AXA ha proposto per la rinuncia all'Opzione Call è stata effettuata determinando il valore attuale dei flussi di cassa generati dalla marginalità netta di tali attività su un periodo di 3 anni più ulteriori 3 anni in caso di rinnovo secondo le ipotesi riportate nei punti sopra citati.

4.2. Principali difficoltà valutative

Nel corso dell'analisi sono emerse le seguenti difficoltà valutative:

- Quadra non ha fornito un piano industriale comprensivo di volumi e obiettivi di redditività delineati sull'orizzonte temporale del piano medesimo.
- difficoltà nel valutare il valore teorico della rinuncia alla Opzione Call su Quadra hanno reso necessario basare l'attività valutativa prevalentemente su dati e ipotesi di mercato.

4.3. Risultati

A esito della propria analisi, PwC ha valutato che l'offerta negoziale di AXA accettata dal *management* di BMPS risulta così composta:

- pagamento *upfront* di una somma pari a 10 milioni di Euro;
- valore attuale dei flussi delle attività descritte nel precedente paragrafo 2.3, punti (v) e (vi), compreso nel *range* 14-21 milioni di Euro.

Pertanto, il valore complessivo dell'offerta risulta compreso nel *range* 24-31 milioni di Euro, oltre a un set di importanti tutele commerciali assicurate da specifici *mitigants* contrattuali, contro un valore teorico della rinuncia alla Opzione Call su Quadra compreso nel *range* 25-38 milioni di Euro.

4.4. Conclusioni

Alla luce dei risultati dell'analisi valutativa, PwC ha concluso che «il corrispettivo offerto da AXA per la rinuncia all'Opzione Call su Quadra possa ritenersi congruo dal punto di vista finanziario. Inoltre, riteniamo che la Proposta di AXA sia conveniente dal punto di vista economico, in quanto basata sull'immediata corresponsione di una somma e su un volume di ricavi garantito a BMPS CS da AXA alla firma degli accordi. L'Opzione Call rappresenta, invece, il diritto della Società di partecipare ad un investimento del quale non sono noti gli obiettivi di redditività nella dimensione e nel tempo, per il raggiungimento dei quali, comunque, sarebbero richiesti investimenti attualmente non strategici per BMPS».

5. Valutazioni del Comitato sull'interesse della Banca, sulla convenienza economica e la correttezza sostanziale delle relative condizioni

Il Comitato, considerando che:

- (A) appare certo l'interesse della Banca alla prosecuzione della *joint venture* con AXA poiché, secondo quanto riportato nella Proposta di Delibera:
- l'alleanza con AXA ha contribuito finora in modo significativo ai risultati di BMPS con un apporto all'utile netto di circa 70 milioni di Euro all'anno dal 2007 al 2015 e provvigioni cumulate per la Banca di oltre 1 miliardo di Euro nel periodo 2010-2015 (con un *rebate* medio pari a 190 milioni di Euro all'anno);
 - in caso di rinnovo, si prevede che la *partnership* continuerà a fornire un contributo significativo anche nel contesto del nuovo *business plan* della Banca;
 - la *joint venture* rappresenta una *partnership* di successo ed è un *best performer* di mercato con una produttività superiore ai principali *competitors* nel settore *bancassurance* (nel vita, premi lordi per sportello di 2,4 milioni di Euro rispetto a una media di 1,6 milioni di Euro);
 - rinnovare la *joint venture* è, pertanto, di primario interesse per la Banca e il rinnovo con AXA rappresenta la migliore alternativa disponibile in quanto:
 - in caso di disdetta da parte di BMPS degli accordi in essere, AXA disporrebbe di una *put option* sulle sue quote di partecipazione nei veicoli assicurativi con un meccanismo di calcolo del valore di esercizio che risulterebbe particolarmente oneroso per BMPS (*i.e.* 110% del valore delle azioni, valorizzate includendo anche il *goodwill* calcolato in *perpetuity*);
 - all'atto della disdetta di una delle parti, non è previsto alcun automatismo di riacquisto oppure rivendita delle partecipazioni detenute sicché la Banca potrebbe trovarsi nella condizione di aver

esercitato la disdetta avendo come unica conseguenza la risoluzione dell'accordo di distribuzione senza potersi sciogliere dal rapporto partecipativo che la lega ad AXA;

- anche alla luce della particolare situazione contingente della Banca, la scelta di proseguire e consolidare la relazione industriale per ulteriori 10 anni con un *partner* forte, tra i più rilevanti operatori assicurativi mondiali, rappresenterebbe un indubbio segnale positivo e di stabilità per tutti gli *stakeholders* della Banca;
- la dimensione rilevante della *partnership* in essere costituirebbe un elemento ostativo alla pressione competitiva attivabile nel processo di ricerca di un *partner* alternativo, essendo il settore del *bancassurance* in Italia già ampiamente presidiato da numerose *partnership* strategiche;

(B) in ordine alla convenienza economica dei Termini della Rinegoziazione, appare ragionevole e fondato affermarne la sussistenza in quanto:

(i) secondo la Proposta di Delibera:

- l'Opzione Call cui la Banca rinunciarebbe costituisce in realtà un diritto di partecipazione a risultati solo eventuali e la cui concreta realizzazione, incerta sul piano temporale, richiederebbe investimenti non strategici per la Banca in quanto relativi a reti di terzi;
- il corrispettivo *upfront* di 10 milioni di Euro costituisce, invece, un vantaggio immediato e certo;
- il flusso di ricavi a beneficio di MPS CS sarebbe afferente al *core business* della Banca e sarebbe caratterizzato da maggiore visibilità sulla sua possibile realizzabilità, con un evidente rafforzamento del concetto di *partnership* con AXA;

(ii) secondo quanto rappresentato dall'*advisor* PwC, la posizione negoziale condivisa con AXA "sarebbe conveniente dal punto di vista economico, in quanto basata sull'immediata corresponsione di una somma e su un volume di ricavi garantito a BMPS CS da AXA alla firma degli accordi. L'Opzione Call rappresenta, invece, il diritto della Società di partecipare ad un investimento del quale non sono noti gli obiettivi di redditività nella dimensione e nel tempo, per il raggiungimento dei quali, comunque, sarebbero richiesti investimenti attualmente non strategici per BMPS";

(iii) i Termini della Rinegoziazione si fondano, dunque, su un equilibrato e conveniente assetto in forza del quale la Banca – a fronte della rinuncia ad un diritto (l'Opzione Call) di incerta quantificazione e il cui esercizio da parte della Banca comporterebbe comunque investimenti non strategici in quanto afferenti a reti terze – conseguirebbe vantaggi precisi, immediati e certi come la corresponsione della somma *up front* di 10 milioni di Euro e

la stabilizzazione contrattuale del ruolo di MPS CS, sia in termini di durata del rapporto, sia in termini di volumi intermediati e di commissioni generate; l'equilibrio e la convenienza dei Termini della Rinegoziazione è, inoltre, supportata dalla previsione di alcune significative protezioni commerciali a favore della Banca (c.d. "mitigants");

(C) la correttezza sostanziale dei Termini della Rinegoziazione appare ampiamente corroborata dalle considerazioni sviluppate dall'*advisor* PwC nella propria *fairness opinion* e, segnatamente, dalla circostanza:

- che il valore teorico della rinuncia alla Opzione Call su Quadra è compreso nel *range* 25-38 milioni di Euro;
- che il valore del corrispettivo riconosciuto da AXA dinanzi alla rinuncia all'Opzione Call è pari a complessivi 24-31 milioni di Euro, di cui 10 milioni di Euro quale pagamento *upfront* e 14-21 milioni di Euro quale valore attuale dei flussi (x) del diritto di BMPS CS di agire in qualità di *coordinator* per un periodo di 10 anni con riferimento al collocamento delle UL Protette, con una remunerazione pari a 0,125% dei volumi generati annualmente e (y) del *right to match* spettante a BMPS CS in relazione alle offerte economiche di banche terze sulla gestione dei prodotti derivati sottostanti le UL Protette per una quota pari ad almeno il 50% dei volumi generati per una durata di 3 anni rinnovabile per ulteriori 3 anni;
- che, alla luce dei risultati dell'analisi valutativa, «il corrispettivo offerto da AXA per la rinuncia all'Opzione Call su Quadra possa ritenersi congruo dal punto di vista finanziario»;

(D) risulta, infine, attestata la correttezza procedimentale del complessivo processo negoziale seguito dalla Banca, in quanto

(i) secondo le considerazioni svolte dallo Studio Chiomenti nel parere del 28 novembre 2016:

- «la proposta contrattuale elaborata dalle strutture della Banca è il risultato di uno scambio di proposte e controproposte nelle quali la Banca ha elaborato ogni volta soluzioni negoziali di tutela degli interessi della Banca che consentono di pervenire ad una composizione equilibrata dei rispettivi interessi: è stato, pertanto, rispettato l'interesse della Banca a una ponderazione analitica e adeguata delle diverse opzioni di accordo, in base al contesto negoziale e allo stato delle trattative, realisticamente ipotizzabili e concretamente raggiungibili»;
- «risulta tutelato l'interesse della Banca a pervenire ad una positiva conclusione della rinegoziazione degli accordi di JV con Axa nei tempi contrattualmente previsti (salva la breve proroga tecnica), che tra l'altro risultano coincidenti con le significative operazioni finanziarie che la Banca ha in corso e che comportano la rappresentazione al mercato finanziario dell'operatività della Banca negli anni a venire. Viene in tal modo evidenziato un elemento di certezza in ordine alle

attività della Banca ed i relativi aspetti economici in un comparto industriale di particolare rilevanza strategica, nonché alla capacità e alla credibilità del management della Banca, nel contesto dato, di concludere una positiva rinegoziazione dei detti accordi»;

- *«le soluzioni commerciali individuate in aggiunta al pagamento immediato da parte di Axa dell'importo di 10 milioni corrispondono all'interesse della Banca a ottenere il riconoscimento formale del Gruppo MPS, nel caso di specie per il tramite di MPS CS come preferred partner, confermando in tal modo la partnership industriale fra il Gruppo MPS ed il Gruppo Axa con tutte le valenze industriali che ciò può comportare»;*
- (ii) il *management* della Banca ha coinvolto il Comitato sin dalla fase delle trattative e dell'istruttoria, fornendo informazioni complete e adeguate sulle caratteristiche dell'Operazione al fine di assicurare al Comitato gli elementi di valutazione necessari, in coerenza con quanto previsto dall'art. 4.1.1., lett. a), della Procedura Parti Correlate;
- (iii) PwC e l'*advisor* legale sono stati selezionati in ragione del possesso di requisiti di professionalità e competenza in relazione all'Operazione;
- (iv) il Comitato si è riunito periodicamente al fine di ricevere costanti aggiornamenti dalle competenti strutture della Banca, da PwC e dall'*advisor* legale sugli sviluppi negoziali dell'operazione, con possibilità per tutti i componenti del Comitato di partecipare attivamente alle riunioni, ponendo quesiti e interloquendo direttamente con i rappresentanti dei predetti *advisor*;

tutto quanto sopra considerato, il Comitato esprime, ai sensi dell'art. 4.1.1., lett. d), della Procedura Parti Correlate, il proprio parere positivo in ordine all'interesse della Banca al compimento dell'operazione nonché sulla convenienza economica e sulla correttezza sostanziale e procedimentale delle relative condizioni.

Il Comitato assume, infine, che le informazioni e i documenti esaminati ai fini del rilascio del Parere non subiscano modificazioni sostanziali da parte degli organi sociali competenti e che non emergano elementi nuovi o ulteriori i quali, se noti alla data odierna, sarebbero idonei a incidere sulle valutazioni a cui è stato chiamato il Comitato.

ALLEGATI

A. Fairness opinion rilasciata da PricewaterhouseCoopers S.p.A., in qualità di esperto indipendente, in data 29 novembre 2016.

B. Pareri legale redatti dallo Studio Chiomenti, in qualità di advisor legale indipendente, in data 6 aprile e 29 novembre 2016.

Comitato per le operazioni con parti
correlate

Prof.ssa Fiorella Kostoris

Fiorella Kostoris

Prof.ssa Avv. Stefania Bariatti

Stefania Bariatti

Avv. Daniele Bonvicini

Daniele Bonvicini

Prof.ssa Avv. Lucia Calvosa

Lucia Calvosa

Ing. Stefania Tritozzi

Stefania Tritozzi



ADDENDUM AL PARERE SULLA CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO OFFERTO DAL GRUPPO AXA PER LE MODIFICHE AGLI ACCORDI COMMERCIALI TRA BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA E IL GRUPPO AXA

Milano, 5 Ottobre 2017

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. Euro 7.700.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp. Milano n° 03230150967 - Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 0706848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 Fax 0521 781844 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 06570832536 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 Fax 0461239077 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422315711 Fax 0422315798 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

INDICE

1. Premessa	4
1.1 Contesto di riferimento	4
2. Valutazione	5
2.1 Proposta di AXA di Novembre 2016	5
2.2 Principali variazioni intercorse tra Lettera di Intenti e Amendment Agreement	6
2.3 Riflessi sulla valutazione delle indicazioni prudenziali del DG Comp	7
2.4 Risultati e conclusioni	8
4.2. Documenti e fonti	10

AVVISO

Importanti informazioni destinate a qualsivoglia soggetto che non sia stato autorizzato da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ad accedere al presente Documento

Qualunque soggetto che non sia espressamente indicato tra i destinatari del presente documento (“Documento”) o che non abbia concordato per iscritto con PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. le condizioni e le modalità di utilizzo dello stesso e/o delle informazioni in esso contenute (di seguito definito come il “Soggetto Non Autorizzato”) non è autorizzato ad accedere a e/o leggere e/o utilizzare in qualunque modo, in tutto e/o in parte, il Documento.

Qualsivoglia Soggetto Non Autorizzato, entrato comunque in possesso del Documento, leggendo le informazioni in esso contenute, prende sin da ora atto e riconosce espressamente quanto segue:

1. l’incarico svolto da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ed in base al quale è stato predisposto il Documento è stato eseguito in conformità alle istruzioni fornite dal destinatario dello stesso, nel suo solo interesse e perché venga dallo stesso esclusivamente utilizzato;
2. il Documento è stato predisposto sulla base delle indicazioni fornite dal suo destinatario e, pertanto, può non comprendere e/o non essere stato eseguito secondo tutte le procedure ritenute necessarie per gli scopi del Soggetto Non Autorizzato;
3. l’accesso, la lettura, il possesso e/o l’utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, del Documento da parte del Soggetto Non Autorizzato non determina l’instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. né comporta il consenso di quest’ultima a che il Documento venga menzionato o citato, in tutto o in parte, in qualsiasi documento di qualsivoglia natura, pubblica o privata, o che il suo contenuto venga divulgato, attività vietate senza il preventivo consenso scritto di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.;
4. PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A., i suoi soci, dipendenti e consulenti non assumono alcuna responsabilità nei confronti del Soggetto Non Autorizzato con riferimento al Documento e/o alle informazioni in esso contenute e non saranno, pertanto, responsabili di qualunque perdita, danno o spesa di qualsivoglia natura, derivante dall’utilizzo del Documento e/o delle informazioni in esso contenute da parte del Soggetto Non Autorizzato, o che è, comunque, conseguenza dell’accesso al Documento.

Vi comunichiamo inoltre che a seguito della scissione parziale della società PricewaterhouseCoopers SpA (scissa) a beneficio della scrivente società (“PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A o “PwC”), come da atto di scissione del 30 marzo 2016, n. 68753 di Repertorio, n. 12 490 di Raccolta del Notaio Dott. Filippo Zabban, le attività denominate in detto atto come “TS - Transaction Services” e “Forensic” sono state trasferite a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. a far data dal 1 giugno 2016. Il presente incarico con la vostra Società è stato trasferito a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ai sensi e per gli effetti della citata operazione.

1. Premessa

1.1 Contesto di riferimento

Il **Comitato per le Operazioni con le Parti Correlate** di BMPS (“**COPC**” o “**Comitato**”) ha richiesto in data 20 aprile 2016 l’assistenza di **PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.** (“**PwC**”) in qualità di proprio advisor finanziario nel processo di valutazione degli aspetti finanziari e commerciali collegati alla rinegoziazione degli accordi con AXA - parte correlata di Banca Monte dei Paschi di Siena (“**BMPS**” o la “**Banca**”) - relativi al business del bancassurance, originariamente definiti nel 2007 e in scadenza nel 2017.

Tra le attività svolte a supporto del COPC, il team di lavoro **PwC ha svolto un’analisi e valutazione degli step negoziali** gestiti dal management di BMPS e dal suo advisor finanziario, e, una volta raggiunta l’intesa tra le parti nella proposta di AXA formulata a novembre 2016, **ha fornito un’opinione indipendente sulla congruità del corrispettivo offerto** (il “**Parere**”) in data 29 novembre 2016.

A seguito del parere favorevole emesso dal COPC sulla proposta di AXA di novembre 2016 e della delibera del Consiglio di Amministrazione della Banca dello scorso 30 novembre, BMPS ed AXA siglano in una lettera di intenti (“**Lettera di Intenti**”) la volontà di rinnovare la partnership, definendo gli aspetti principali dell’accordo rinnovato e concordando altresì l’intenzione di formalizzare tali accordi preliminari in uno specifico amendment agreement (l’“**Amendment Agreement**” o “**Nuovo Accordo**”).

Da dicembre 2016 fino ad oggi, sono intervenuti alcuni eventi che hanno avuto riflessi nella negoziazione tra le parti e di seguito riassunti:

- **Formalizzazione dell’Amendment Agreement:** a partire dal mese di dicembre 2016, BMPS ed AXA hanno avviato le attività per la formalizzazione dell’Amendment Agreement tramite diverse proposte e controproposte volte ad definire i contenuti dell’Amendment Agreement sulla base delle linee guida definite nella Lettera di Intenti. A valle di tale processo, sono state apportate alcune modifiche rispetto a quanto definito nella Lettera di Intenti sia per quanto riguarda i mitigants (tutele commerciali) che alcuni aspetti dei diritti assegnati a BMPS Capital Services S.p.A. (“**BMPS CS**”). **Tali modifiche non influenzano direttamente la valorizzazione economica della proposta di AXA** eseguita a novembre 2016;
- **Ricapitalizzazione Precauzionale di BMPS:** la variazione della compagine societaria di BMPS a seguito della Ricapitalizzazione Precauzionale eseguita dal Ministero delle Economia e delle Finanze (“**MEF**”), ha determinato una fattispecie di cambio di controllo definita nel

patto parasociale¹ che darebbe il diritto ad AXA di esercitare una PUT sulle partecipazioni nelle joint venture bancassicurative² e il conseguente obbligo ad acquistare di BMPS. Al fine di evitare tale ipotesi, le parti hanno avviato una trattativa volta a modificare la definizione di cambio di controllo;

- **Indicazioni DG Comp:** a maggio 2017, nel predisporre il nuovo Piano di Ristrutturazione (“**Piano di Ristrutturazione**”), BMPS ha ricevuto dalla Direzione Generale della Commissione Europea (“**DG Comp**”) indicazioni prudenziali sui volumi attesi dalle attività di investment banking del gruppo BMPS nel triennio 2017-2019. **Tali indicazioni influenzano la valorizzazione della proposta di AXA approvata a novembre 2016** per la componente relativa ai diritti riconosciuti da AXA a BMPS CS.

Alla luce di tali eventi, il Comitato ha richiesto un addendum all’opinione indipendente sulla congruità del corrispettivo di AXA originariamente formulata in data 29 novembre 2016.

Il presente documento non potrà essere utilizzato per finalità diverse da quelle indicate nella suddetta lettera e non potrà essere riprodotto, fotocopiato o consegnato a terzi, in tutto o in parte, senza il preventivo consenso scritto di PwC.

2. Valutazione

2.1 Proposta di AXA di Novembre 2016

L’offerta che AXA ha formulato a novembre 2016 per la rinuncia all’Opzione Call era composta principalmente dai seguenti elementi:

1. **un corrispettivo upfront** pari a 10 € Mln;
2. un diritto ad agire in qualità di **coordinator** per un periodo di 10 anni con riferimento al collocamento del prodotto Unit-linked Protette (“**UL Protette**”) con una remunerazione pari ad 0,125% dei volumi generati annualmente, attribuito a BMPS CS società del gruppo BMPS;
3. un **right to match** per BMPS CS delle offerte economiche di banche terze sulla gestione dei prodotti derivati sottostanti le UL Protette per una quota pari ad almeno il 50% dei volumi generati. Per tale attività il management di BMPS stima una marginalità netta pari a 1,125%, oltre ad un’ulteriore marginalità netta pari allo 0,50% dei volumi dei riscatti delle polizze UL Protette e legata alla gestione del mercato secondario da parte di BMPS CS. Il diritto ha una

¹ Siglato tra le parti con l’Accordo Quadro del marzo 2007

² AXA MPS Vita, AXA MPS Danni e AXA MPS Financial

validità pari a 3 anni ed è rinnovabile per ulteriori 3 anni secondo modalità da definirsi tra le Parti.

Inoltre l'offerta prevedeva importanti tutele commerciali attraverso i c.d. **mitigants** contrattuali:

- a) divieto per AXA di stipulare accordi commerciali o joint venture assicurative con i gruppi Intesa Sanpaolo e Unicredit;
- b) divieto per AXA di stipulare accordi commerciali o joint venture assicurative con le reti di promotori finanziari di Fideuram, Fineco, Allianz Bank e Banca Generali;
- c) esclusiva temporanea di 6 mesi a favore di BMPS sulla distribuzione di nuovi prodotti sviluppati nell'ambito della Partnership;
- d) introduzione di una clausola che limiti, nell'ambito del rispetto della normativa antitrust attualmente vigente, comportamenti di anti-competitive pricing da parte di AXA.

2.2 Principali variazioni intercorse tra la Lettera di Intenti e Amendment Agreement

Il processo di formalizzazione dell'Amendment Agreement, iniziato a dicembre 2016, comporta alcune modifiche e integrazioni rispetto alla Lettera di Intenti, di cui si riportano di seguito le principali:

- **modifica della definizione di “Distributors”** non espressamente contemplata nella Lettera di Intenti. Nell'Accordo modificativo del 2014 i Distributors erano definiti come qualsiasi banca o promotore finanziario autorizzato a distribuire prodotti assicurativi. Nell'Amendment Agreement la definizione viene rivista per includervi ogni persona (fisica e giuridica) abilitata all'intermediazione assicurativa;
- relativamente ai mitigants esposti nel paragrafo precedente alla lettera a) e b), il divieto di stipulare accordi o JV con due principali banche e quattro reti di promotori finanziari viene **esteso alle loro rispettive piattaforme on-line e affiliates**³;
- relativamente al diritto per BMPS CS ad agire in qualità di coordinator, descritto al punto 2) del paragrafo precedente:
 - tale ruolo viene **esteso a tutti i prodotti ramo III** (stand alone e multiramo) e non solo alle UL Protette;

³ Affiliates nell'Amendment Agreement sono definiti come qualsiasi società che rispetto ad un'altra società, direttamente o indirettamente, attraverso una o più entità, controlla o è controllata da o è sotto controllo congiunto rispetto alla prima società

- **il corrispettivo non è declinato come percentuale con soglia massima (“cap”) ma come corrispettivo fisso⁴.**

Nel complesso, **tali modifiche** apportate in sede di definizione dell’Amendment Agreement **possono considerarsi senza impatti diretti nella valorizzazione economica dell’offerta di AXA.**

2.3 Riflessi sulla valutazione delle indicazioni prudenziali del DG Comp

Nell’analisi della proposta di AXA riassunta al paragrafo 2.1, la valutazione era stata basata sui volumi dell’attività di investment banking come da **Piano Industriale 2017-2019**. Tuttavia, a maggio 2017, nel predisporre il **nuovo Piano di Ristrutturazione**, BMPS ha ricevuto dal DG Comp la richiesta di revisionare a ribasso le stime sui volumi attesi dalle attività di investment banking del gruppo BMPS nel triennio 2017-2019. La tabella 1, di seguito riportata, mostra i volumi cumulati per prodotto nel periodo 2017-2019 sia del Piano industriale 2017-2019 che del nuovo Piano di Ristrutturazione aggiornato in base alle indicazioni del DG Comp.

Tabella 1. Volumi cumulati nel triennio 2017-2019 del Piano Industriale 2017-2019 rispetto al Piano di Ristrutturazione (€ mln)

Volumi collocati da AXA MPS	Piano industriale 2017-19	Piano di Ristrutturazione
Index Protette	2.000	1.600
Unit linked	6.071	4.772
Riscatti (solo su index protette)	2.128	1.921

Nell’ambito dell’analisi della proposta, **tale riduzione**, pari al 20% dei volumi cumulati nel triennio 2017-2019, **non si riflette negli anni successivi al 2019, mantenendo le previsioni del management della Banca**, dunque nella valorizzazione dei ricavi derivanti dai servizi erogabili di BMPS CS, i volumi successivi all’anno 2019 sono i medesimi della proposta di novembre 2016.

⁴ Altre modifiche / integrazioni emerse dalla formalizzazione nell’Amendment Agreement relativamente ai diritti di BMPS CS sono di seguito sintetizzate: i) introduzione della possibilità per AXA di negoziare una riduzione del corrispettivo in caso di significativa riduzione dell’attività di coordinator di BMPS CS (evenienza valutata dal Management della Banca come remota); ii) il right to match di BMPS CS sui volumi dei derivati è stato subordinato all’approvazione del gestore del fondo (a tal proposito, la possibilità di non ottenere tale approvazione è stata reputata dal Management della Banca come remota), inoltre la nozione di “commercially reasonable effort” da parte di AXA MPS nel garantire il right to match a BMPS CS è stata sostituita con “best effort”

2.4 Risultati e conclusioni

Alla luce dell'aggiornamento dei volumi riportati nella tabella 1, l'esercizio valutativo è stato aggiornato, mantenendo i parametri valutativi (essenzialmente tasso di attualizzazione e crescita di lungo periodo) invariati rispetto al precedente Parere. Il valore dell'offerta risulta così composto:

- **pagamento upfront** di una somma pari a **10 € Mln** (invariato rispetto a quanto proposto a novembre 2016);
- **valore attuale dei flussi di cui ai punti 2 e 3** descritti nel paragrafo 2.1, compreso nel **range 12-19 € Mln** (rispetto al range 14-21 € mln stimato a novembre 2016).

Il valore complessivo dell'offerta risulta, pertanto, compreso nel range **22-29 € Mln contro un valore teorico della rinuncia alla Opzione Call** su Quadra compreso nel range **25-38 € Mln**.

Sulla base di quanto sopra riportato, riteniamo che il **corrispettivo offerto da AXA** per la rinuncia all'Opzione Call su Quadra **possa ritenersi ancora congruo**.

Di seguito, riportiamo nelle tabelle 2 e 3, i risultati ottenuti in € Mln delle proposte di AXA secondo i nuovi volumi del Piano di Ristrutturazione (situazione ad ottobre 2017) e del precedente Piano Industriale 2017-2019 (situazione ad novembre 2016).

Tabella 2. Proposta Finale di AXA secondo il Piano di Ristrutturazione (situazione ad Ottobre 2017)

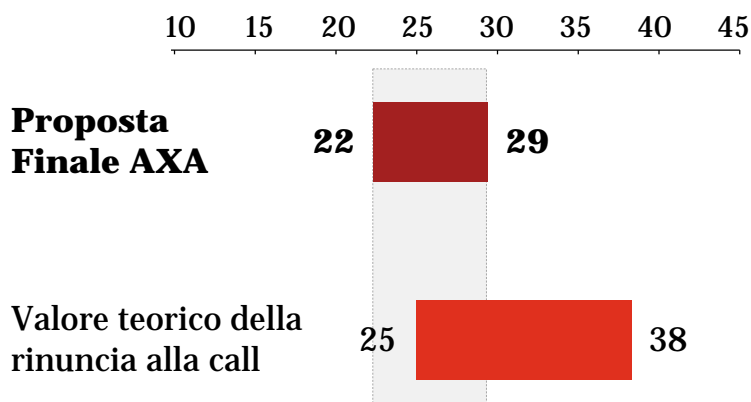
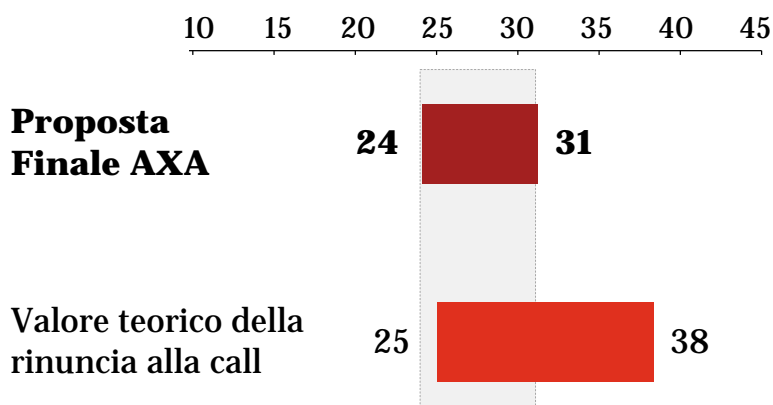


Tabella 3. Proposta Finale di AXA secondo il Piano Industriale 2017-2019 (situazione a Novembre 2016)



Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il presente documento è stato predisposto.



Matteo D'Alessio
(Partner)

4.2. Documenti e fonti

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo utilizzato la seguente documentazione, in aggiunta a quella già fornita per la formulazione del primo parere di Novembre 2016:

Materiale fornito dal Management di BMPS:

- Nota a supporto dell'Amendment Agreement (aggiornamento a Ottobre 2017);
- Documento_informativo_02_10_2017;
- Allegato 1 Draft Addendum parere KPMG;
- Nota di aggiornamento per il COPC 19 06 2017;
- AXA MPS–Amendment_to_Framework_Agreement;
- Volumi relativi ai servizi di BMPS CS del piano di ristrutturazione secondo le indicazioni prudenziali di DGComp.

CHIOMENTI

**Ai componenti del Comitato per le Operazioni
con Parti Correlate di Banca Monte dei Paschi S.p.A.**

Roma, 5 ottobre 2017

Gentili Signori,

siamo stati richiesti dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di BMPS (il "Comitato") di aggiornare il parere reso dal nostro Studio in data 29 novembre 2016 in ordine alla conformità alla vigente disciplina in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati del processo seguito dalla Banca nella rinegoziazione con Axa di alcuni aspetti dell'accordo quadro del 22 marzo 2007, come successivamente modificato (l'"Accordo Quadro").

Nell'espore la nostra posizione, facciamo riferimento alle conclusioni da noi raggiunte nel predetto parere nonché alle riflessioni che svolgemmo nella opinion resa al Comitato in data 6 aprile 2016 sull'interesse della Banca ad avviare tempestivamente il confronto con Axa in ordine alla rinegoziazione dell'Accordo Quadro.

Ai fini delle presenti considerazioni abbiamo preso visione:

- (i) della bozza di testo dell'accordo recante modificazioni all'Accordo Quadro concordate con Axa in sede di rinegoziazione di alcuni termini della originaria JV ("Amendment Agreement");
- (ii) della bozza di testo recante la rinuncia di Axa al diritto di put option previsto dall'accordo parasociale con BPMS in conseguenza dell'acquisto di una partecipazione rilevante nel capitale della Banca da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze, con correlativo inserimento di talune modifiche al testo del predetto accordo parasociale;
- (iii) della «nota informativa di aggiornamento» del Comitato, predisposta dalle strutture competenti della Banca nel giugno 2017 e avente l'obiettivo di informare il Comitato in ordine al contenuto dell'Amendment Agreement (la "Nota Informativa");
- (iv) del «documento di supporto» elaborato dalle competenti strutture della Banca a inizio ottobre 2017, al fine di descrivere al Comitato il contenuto finale dell'Amendment Agreement" (il "Documento di Supporto");
- (v) della memoria del 5 ottobre, predisposta dalle competenti strutture della Banca, recante la proposta al Comitato di rilascio di un aggiornamento del Parere reso il 29 novembre 2016 ai sensi della vigente disciplina in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati (la "Memoria"). Tale Memoria: menziona la prossima entrata in vigore della nuova disciplina europea in materia di distribuzione di prodotti assicurativi [Direttiva 2014/65/UE e Regolamento EU n. 600/2014 (c.d. "MiFID II") e Direttiva 2016/97/EU, Insurance Distribution Directive (c.d. "IDD")], la quale introdurrà nuove regole in tema di corresponsione di incentivi (c.d. "inducements") e di product governance; segnala come la predetta disciplina europea non sia stata ancora attuata nell'ordinamento interno e non ne siano quindi puntualmente identificabili al momento le implicazioni operative (sicché i flussi previsionali sono stati costruiti tenendo conto dell'evoluzione del mercato e del relativo contesto di riferimento); precisa infine che la Banca ha richiesto ad Axa un impegno affinché gli accordi e le modalità operative della joint venture rispondano ai requisiti previsti dalla disciplina MiFID II e IDD,



CHIOMENTI

aggiungendo come sia ragionevole ritenere che, a partire dalla data di entrata in vigore della predetta disciplina (rispettivamente, il 3 gennaio per la MiFID II e il 23 febbraio 2018 per la IDD), sarà necessario apportare modifiche ai contratti conclusi tra le parti al fine di tener conto dell'entrata in vigore della nuova normativa.

Abbiamo altresì preso visione dell'Addendum, predisposto da PwC in data [5] ottobre 2017, al parere del 29 novembre 2016 reso dalla stessa PwC in ordine alla persistente congruità del corrispettivo offerto da Axa a BPMS a fronte della rinuncia, da parte di quest'ultima, ad alcuni diritti ad essa spettanti in forza dell'Accordo Quadro.

Facciamo infine riferimento al parere che il Comitato ha rilasciato all'unanimità, in data 29 novembre 2016, in merito all'interesse della Banca alla proroga dell'Accordo Quadro secondo i termini di rinegoziazione concordati con Axa in apposita lettera di intenti e alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, ai sensi di quanto previsto dall'art. 8 del Regolamento Consob n. 17221/2010 e dall'art. 4.2., lett. d), della "Global Policy" adottata dal Gruppo MPS in materia di «Operazioni con parti correlate e soggetti collegati».

..*.*.*

Le competenti struttura della Banca hanno illustrato in dettaglio i principali snodi della bozza finale di Amendment Agreement osservando come essa costituisca attuazione dei termini condivisi dalla Banca con Axa nella lettera di intenti di fine novembre 2016 (cfr. sia la Nota Informativa, sia il Documento di Supporto e la Memoria).

L'Amendment Agreement contiene inoltre alcune previsioni aggiuntive rispetto ai termini della lettera di intenti e, segnatamente:

- (i) l'ampliamento della definizione di "Distributors" a ogni persona (fisica e giuridica) abilitata all'intermediazione assicurativa;
- (ii) l'estensione del divieto per AXA di stipulare accordi di joint venture con alcuni primari gruppi bancari italiani e con alcune primarie reti di promotori finanziari anche alle rispettive affiliate e piattaforme on-line;
- (iii) il venir meno dell'obbligo di AXA di detenere, o di far sì che società appartenenti al Gruppo AXA detengano, l'intero capitale delle nuove compagnie assicurative per il tramite delle quali AXA è libera di concludere accordi di bancassurance con soggetti terzi;
- (iv) il venir meno delle limitazioni previste nell'Accordo Quadro alla facoltà di AXA e di qualsiasi società appartenente al Gruppo AXA, di fornire a soggetti terzi il proprio know-how nel ramo vita, danni e previdenza complementare;
- (v) relativamente al diritto per MPSCS di agire in qualità di coordinator:
 - a. l'estensione del ruolo di coordinator a tutti i prodotti Ramo III (stand-alone e multi ramo) e non solo alle "protected unit linked";
 - b. la definizione della remunerazione per MPSCS in forma di percentuale fissa e non come cap;
 - c. l'introduzione della possibilità per AXA di negoziare una riduzione del corrispettivo in caso di significativa riduzione dell'attività di coordinator di MPSCS; ad avviso delle competenti strutture della Banca: (i) tale previsione risponde alla comprensibile esigenza di AXA di poter negoziare una riduzione del compenso ove le attività di di strutturazione/coordinamento concretamente svolte da MPSCS si riducano in modo significativo, evitando la corresponsione di un compenso non commisurato alla effettiva attività svolta e (ii) una simile riduzione nell'attività di MPSCS appare una eventualità remota in considerazione del consolidato rapporto maturato nel tempo tra AXA e la stessa MPSCS;

CHIOMENTI

- d. nell'ambito del right to match riconosciuto a MPSCS sul 50% del volume dei derivati gestiti da AXA MPS Assicurazioni Vita S.p.A. e AXA MPS Financial Ltd., la sostituzione della nozione di "commercially reasonable effort" da parte di AXA MPS con quella di "best effort", (con la precisazione secondo cui tale impegno di best effort non potrà imporre a AXA, AXA MPS Assicurazioni Vita S.p.A. e AXA MPS Financial Ltdil sostenimento di costi significativi). Ad avviso delle competenti strutture della Banca: (i) la previsione è formulata in modo più favorevole per BMPS in quanto il riferimento al "best effort" è rafforzativo rispetto alla precedente nozione di "commercially reasonable effort" contenuta nella Lettera d'Intenti e (ii) sebbene l'inclusione di MPSCS quale controparte eligible, e l'eventuale right to match successivo, richiedano l'approvazione dell'Asset Manager che gestisce di tempo in tempo il fondo sottostante la polizza, il rischio che la scelta dell'Asset Manager possa determinare una riduzione significativa dei volumi e quindi dei ricavi in capo a MPSCS è remoto tenuto conto della prassi consolidata non essendo fino ad ora mai emersi vincoli all'operatività di MPSCS.

..*.*.*

La Banca ha precisato da ultimo, con la Memoria del 5 ottobre 2017, di aver chiesto ad Axa un impegno affinché gli accordi e le modalità operative della joint venture rispondano ai requisiti previsti dalla disciplina MiFID II e IDD, il cui prossimo recepimento nel nostro ordinamento potrebbe determinare la necessità di modifiche agli accordi raggiunti tra le parti.

Tale aspetto non ha formato oggetto di alcuna analisi o approfondimento da parte nostra, trattandosi di valutazioni della Banca che non hanno trovato riflesso nel contenuto dell'Amendment Agreement.

..*.*.*

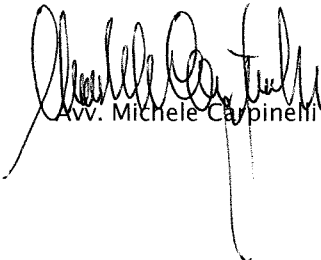
Ai fini di quanto previsto dalla disciplina in materia di operazioni con parti correlate, va confermato a nostro avviso il giudizio, già reso a fine novembre 2016, in ordine alla correttezza procedimentale del percorso negoziale seguito dalla Banca nella definizione del testo finale dell'Amendment Agreement.

Per quanto di nostra competenza e quindi senza considerare i profili finanziari dell'accordo, confermiamo altresì la valutazione di coerenza complessiva sul piano giuridico delle clausole del suddetto accordo con quanto deliberato dalla Banca a fine novembre 2016.

..*.*.*

Nel restare a disposizione di questo Comitato per ogni occorrenza, si inviano i più cordiali saluti.


Prof. Avv. Marco Madgeri


Avv. Michele Carpinelli

AGGIORNAMENTO DEL PARERE
DEL
COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
DI
BANCA MONTE DEI PASCHI DI SIENA S.P.A.

1. Premesse

- A. In data 29 novembre 2016 il comitato per le operazioni con parti correlate (il "Comitato") di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. (la "Banca" o "BMPS") ha rilasciato un parere (il "Parere") sull'interesse sociale della Banca, sulla convenienza economica nonché sulla correttezza sostanziale e procedurale della proposta finale ricevuta da AXA S.A. ("AXA") – a valle di una trattativa negoziale iniziata nel maggio del 2016 – relativa (x) al rinnovo, per un ulteriore periodo decennale, dell'accordo quadro in essere con la medesima AXA concernente la *joint venture* assicurativa su prodotti vita, danni e previdenziali (l'"**Accordo Quadro**") nonché (y) alla stipula di un accordo modificativo di taluni aspetti della predetta JV secondo i termini essenziali indicati in apposita bozza di lettera di intenti (i "**Termini della Rinegoziazione**").
- B. In data 30 novembre 2016, anche tenuto conto del rilascio del Parere da parte del Comitato, la Banca ha sottoscritto con AXA una lettera di intenti contenente i Termini della Rinegoziazione (la "**Lettera di Intenti**"). Della avvenuta sottoscrizione di tale Lettera di Intenti è stata data puntuale e tempestiva informazione al mercato mediante comunicato stampa divulgato dalla Banca in data 1° dicembre 2016.
- C. Le competenti strutture della Banca e di AXA hanno dunque avviato una fase negoziale volta a formalizzare in un nuovo accordo modificativo (l'"**Amendment Agreement**") le condizioni della prosecuzione della *partnership* bancassicurativa secondo i Termini della Rinegoziazione definiti nella Lettera di Intenti. In data 30 marzo 2017 il contenuto dell'*Amendment Agreement* è stato sostanzialmente condiviso.
- D. Nonostante tale sostanziale condivisione, non si è addivenuti alla immediata finalizzazione dell'accordo modificativo in ragione della necessità di tener conto della procedura di "ricapitalizzazione precauzionale" della Banca ai sensi del d.l. n. 237/2016 (come successivamente modificato e convertito) e della conseguente acquisizione da parte del MEF di una partecipazione significativa nel capitale della Banca, tale da integrare una fattispecie di cambio di controllo potenzialmente rilevante ai fini del patto parasociale in essere tra la Banca ed AXA nell'ambito della *joint venture*; per tale ragione, si è posta l'esigenza di condividere con AXA la rinuncia da parte di quest'ultima all'esercizio della Opzione Put cui avrebbe avuto diritto in ragione della predetta ricapitalizzazione e di concordare, nel medesimo contesto, alcune modifiche al patto parasociale per renderlo coerente al nuovo assetto partecipativo della Banca con inserimento, in particolare, di una nuova definizione di "*Change of Control*".

- E. Inoltre, nel maggio 2017 la Direzione Generale della Commissione Europea (“DG Comp”), nel contesto della predisposizione del nuovo “Piano di Ristrutturazione” della Banca, ha ridimensionato i volumi attesi dalle attività di *investment banking* del gruppo BMPS rispetto al precedente “Piano Industriale 2017–2019”, con conseguente variazione della stima dei volumi relativi alle attività di *investment banking* che MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. (“MPSCS”) potrebbe fornire ad AXA (–20% rispetto alla proposta precedente di novembre 2016). Tale ridimensionamento influenza la valorizzazione della proposta di AXA approvata a novembre 2016 per la componente relativa ai diritti riconosciuti da AXA a MPSCS.
- F. Alla luce degli eventi sopra rappresentati, in vista della formalizzazione dell’*Amendment Agreement*, al Comitato viene richiesta l’emissione di un aggiornamento del Parere reso a fine novembre 2016.

2. Documentazione esaminata

Ai fini del rilascio del presente aggiornamento del Parere, le competenti funzioni della Banca hanno inviato al Comitato la seguente documentazione:

- (i) la bozza finale di *Amendment Agreement* condivisa tra le parti;
- (ii) la nota informativa del 22 giugno e il documento di supporto sui contenuti della bozza finale dell’*Amendment Agreement*;
- (iii) la memoria, predisposta dalle competenti strutture della Banca il 4 ottobre 2017, recante una descrizione dei passaggi chiave della trattativa intercorsa con AXA in relazione alla definizione della bozza finale di *Amendment Agreement* (con allegata una tabella sinottica sulla rispondenza delle previsioni dell’*Amendment Agreement* ai contenuti nella Lettera di Intenti), nonché la proposta al Comitato di rilascio di un aggiornamento del Parere reso il 29 novembre 2016 ai sensi della vigente disciplina in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati (la “Memoria”);

tale Memoria dà conto, inoltre, della prossima entrata in vigore della nuova disciplina europea in materia di distribuzione di prodotti assicurativi – Direttiva 2014/65/UE e Regolamento EU n. 600/2014 (c.d. “MiFID II”) e Direttiva 2016/97/EU, *Insurance Distribution Directive* (c.d. “IDD”) –, sotto il profilo, segnatamente, della corresponsione di incentivi (c.d. “*inducements*”) e della *product governance*. Nel segnalare come la predetta disciplina europea non sia stata ancora attuata nell’ordinamento interno e non ne siano quindi puntualmente identificabili al momento le implicazioni operative (sicché i flussi previsionali sono stati costruiti tenendo conto dell’evoluzione del mercato e del relativo contesto di

riferimento), la Memoria precisa infine che la Banca ha richiesto ad AXA un impegno affinché gli accordi e le modalità operative della *joint venture* rispondano ai requisiti previsti dalla disciplina MiFID II e IDD, aggiungendo come sia ragionevole ritenere che, a partire dalla data di entrata in vigore della predetta disciplina (rispettivamente, il 3 gennaio per la MiFID II e il 23 febbraio 2018 per la IDD), sarà necessario apportare modifiche ai contratti conclusi tra le parti al fine di tener conto dell'entrata in vigore della nuova normativa;

- (iv) l'*addendum* al parere rilasciato da KPMG, in qualità di *advisor* finanziario della Banca, in data 4 ottobre 2017 al fine di tenere conto dei volumi del piano aggiornati sulla base delle indicazioni ricevute dalla DG Comp;
- (v) l'aggiornamento del parere di congruità del corrispettivo offerto da AXA predisposto da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ("PwC"), in qualità di *advisor* finanziario del Comitato, in data 5 ottobre 2017;
- (vi) l'aggiornamento del parere predisposto dallo Studio Chiomenti, in qualità di *advisor* legale del Comitato, in data 5 ottobre 2017.

3. Considerazioni del Comitato sulla coerenza dell'Amendment Agreement con il contenuto della Lettera di Intenti formalizzata a fine novembre 2016.

3.1. L'esame della documentazione esaminata attesta la coerenza dell'assetto contrattuale versato nell'*Amendment Agreement* con il contenuto della Lettera di Intenti formalizzata a fine novembre 2016. Infatti, l'accordo in questione sviluppa e attua i singoli punti negoziali della Lettera di Intenti in conformità con gli assunti formulati dal Comitato nel proprio parere del 29 novembre 2016.

3.2. L'*Amendment Agreement* reca, inoltre, talune previsioni aggiuntive rispetto alla Lettera di Intenti concernenti, in particolare:

- (i) l'ampliamento della definizione di "*Distributors*" a ogni persona (fisica e giuridica) abilitata all'intermediazione assicurativa;
- (ii) l'estensione del divieto per AXA di stipulare accordi di *joint venture* con alcuni primari gruppi bancari italiani e con alcune primarie reti di promotori finanziari anche alle rispettive affiliate e piattaforme *on-line*;
- (iii) il venir meno dell'obbligo di AXA di detenere, o di far sì che società appartenenti al Gruppo AXA detengano, l'intero capitale delle nuove compagnie assicurative per il tramite delle quali AXA è libera di concludere accordi di bancassurance con soggetti terzi;
- (iv) il venir meno delle limitazioni previste nell'Accordo Quadro alla facoltà di AXA e di qualsiasi società appartenente al Gruppo AXA, di fornire a soggetti terzi il proprio *know-how* nel ramo vita, danni e previdenza complementare;

- (v) relativamente al diritto per MPSCS di agire in qualità di *coordinator*:
- a. l'estensione del ruolo di *coordinator* a tutti i prodotti Ramo III (*stand-alone* e multi ramo) e non solo alle "*protected unit linked*";
 - b. la definizione della remunerazione per MPSCS in forma di percentuale fissa e non come *cap*;
 - c. l'introduzione della possibilità per AXA di negoziare una riduzione del corrispettivo in caso di significativa riduzione dell'attività di *coordinator* di MPSCS; ad avviso delle competenti strutture della Banca: (i) tale previsione risponde alla comprensibile esigenza di AXA di poter negoziare una riduzione del compenso ove le attività di di strutturazione/coordinamento concretamente svolte da MPSCS si riducano in modo significativo, evitando la corresponsione di un compenso non commisurato alla effettiva attività svolta e (ii) una simile riduzione nell'attività di MPSCS appare una eventualità remota in considerazione del consolidato rapporto maturato nel tempo tra AXA e la stessa MPSCS;
 - d. nell'ambito del *right to match* riconosciuto a MPSCS sul 50% del volume dei derivati gestiti da AXA MPS Assicurazioni Vita S.p.A. e AXA MPS Financial Ltd., la sostituzione della nozione di "*commercially reasonable effort*" da parte di AXA MPS con quella di "*best effort*", (con la precisazione secondo cui tale impegno di *best effort* non potrà imporre a AXA, AXA MPS Assicurazioni Vita S.p.A. e AXA MPS Financial Ltdil sostenimento di costi significativi). Ad avviso delle competenti strutture della Banca: (i) la previsione è formulata in modo più favorevole per BMPS in quanto il riferimento al "*best effort*" è rafforzativo rispetto alla precedente nozione di "*commercially reasonable effort*" contenuta nella Lettera d'Intenti e (ii) sebbene l'inclusione di MPSCS quale controparte *eligible*, e l'eventuale *right to match* successivo, richiedano l'approvazione dell'*Asset Manager* che gestisce di tempo in tempo il fondo sottostante la polizza, il rischio che la scelta dell'*Asset Manager* possa determinare una riduzione significativa dei volumi e quindi dei ricavi in capo a MPSCS è remoto tenuto conto della prassi consolidata non essendo fino ad ora mai emersi vincoli all'operatività di MPSCS.

Tali ulteriori previsioni, nel complesso, non alterano l'equilibrio contrattuale immaginato nella Lettera di Intenti e lasciano intatta, pertanto, la valutazione di congruità dell'*Amendment Agreement* rispetto a quanto deliberato a fine novembre 2016.

3.3. Questa valutazione di congruità non viene incisa dal fatto che, successivamente alla sostanziale condivisione dell'accordo modificativo con AXA, la Banca abbia ricevuto indicazioni di natura prudenziale dalla DG Comp in ordine alle stime dei

volumi prospettici dei prodotti assicurativi collocabili dalle compagnie bancassicurative e da AXA, con una richiesta di riduzione lineare di circa il 20% sulle masse cumulate nel periodo 2017–2019 rispetto al precedente piano industriale.

Secondo quanto osservato da PwC, infatti, il valore attuale dei flussi rivenienti dai servizi di *investment banking* di MPSCS – determinato mantenendo invariati i parametri valutativi (essenzialmente tasso di attualizzazione e crescita di lungo periodo) rispetto alla *opinion* di fine novembre 2016 e aggiornando la stima dei volumi ottenibili dai servizi di *investment banking* di MPSCS per AXA come da indicazioni della DG Comp – è compreso nel *range* euro 12–19 milioni (rispetto al *range* euro 14–21 milioni stimato a fine novembre 2016). Ne consegue, tenuto conto del pagamento della somma *up front* di 10 milioni in favore della Banca, che il valore complessivo della proposta di AXA cadrebbe in un *range* di euro 22–29 milioni (mentre il precedente valore che rientrava nel *range* euro 24–31 milioni) rispetto al valore teorico della rinuncia alla Opzione Call da parte della Banca compreso nel *range* euro 25–38 milioni.

PwC ritiene pertanto “*che il corrispettivo offerto da AXA per la rinuncia all’Opzione Call su Quadra possa ritenersi ancora congruo*” e che le ulteriori integrazioni contenute nella bozza finale di *Amendment Agreement* rispetto alla Lettera di Intenti “[*n*]el complesso [...] possono considerarsi senza impatti diretti nella valorizzazione economica dell’offerta di AXA”.

- 3.4. Infine, alla luce del prossimo recepimento nell’ordinamento domestico della disciplina MiFID II e IDD e delle eventuali modifiche da apportare agli accordi raggiunti tra le parti, la Banca ha richiesto ad AXA un impegno affinché gli accordi e le modalità operative della *joint venture* rispondano ai requisiti previsti dalla predetta disciplina.

4. Conclusioni

Il Comitato,

- richiamate le considerazioni svolte nel proprio Parere dello scorso novembre 2016 in ordine alla sussistenza di un interesse della Banca alla prosecuzione della *joint venture* con AXA e alla convenienza economica dei Termini della Rinegoziazione contenuti nella Lettera di Intenti;
- considerata la complessiva coerenza delle previsioni contenute nella bozza finale di *Amendment Agreement* con i Termini della Rinegoziazione di cui alla Lettera di Intenti;
- avuto riguardo al fatto che la segnalata riduzione dei volumi prospettici delle polizze rispetto al piano industriale 2017–2021, successiva alla sostanziale condivisione tra le parti del testo dell’*Amendment Agreement*, non modifica tale valutazione di coerenza in quanto, come attestato dalla

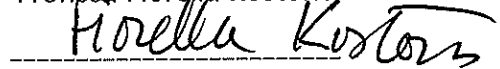
Banca e confermato da PwC, il corrispettivo offerto da AXA può ritenersi tuttora congruo

ai sensi delle applicabili disposizioni in materia di operazioni con parti correlate e soggetti collegati, all'unanimità ritiene di confermare le conclusioni formulate nel proprio parere del 29 novembre 2016 in ordine alla sussistenza dell'interesse della Banca al perfezionamento dell'*Amendment Agreement* nonché alla convenienza economica e alla correttezza sostanziale e procedimentale delle relative condizioni.

Siena, 5 ottobre 2017

Comitato per le operazioni con parti correlate

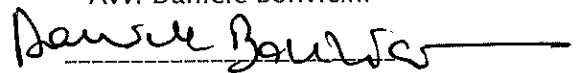
Prof.ssa Fiorella Kostoris



Prof.ssa Avv. Stefania Bariatti



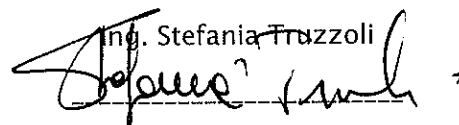
Avv. Daniele Bonvicini



Prof.ssa Avv. Lucia Calvosa



Ing. Stefania Trazzoli



ALLEGATI

- A. Aggiornamento al parere di congruità del corrispettivo offerto da AXA predisposto da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. in data 5 ottobre 2017