

**11) RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RECONTA  
ERNST & YOUNG S.P.A. SULLA REVISIONE CONTABILE  
LIMITATA DEL BILANCIO CONSOLIDATO INTERMEDIO DI  
BLP INCLUSO NELLA RELAZIONE TRIMESTRALE**

---



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SULLA REVISIONE CONTABILE  
LIMITATA DEL BILANCIO CONSOLIDATO INTERMEDIO INCLUSO NELLA  
RELAZIONE TRIMESTRALE

Al Consiglio di Amministrazione della  
Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.

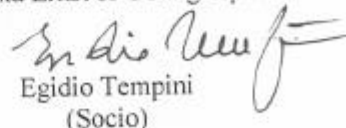
1. Abbiamo effettuato la revisione contabile limitata del bilancio consolidato intermedio costituito dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dal prospetto dei movimenti del patrimonio netto, dal rendiconto finanziario (di seguito i prospetti contabili) e dalle relative note esplicative ed integrative, incluso nella relazione trimestrale al 30 settembre 2006. La responsabilità della redazione della relazione trimestrale compete agli Amministratori della Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.. E' nostra la responsabilità della redazione della presente relazione in base alla revisione contabile limitata svolta. Abbiamo inoltre verificato la parte delle note contenente le informazioni sulla gestione ai soli fini della verifica della concordanza con la restante parte della relazione trimestrale.
2. Il nostro lavoro è stato svolto secondo i criteri per la revisione contabile limitata previsti dal principio di revisione internazionale ISRE 2410. La revisione contabile limitata è consistita principalmente nella raccolta di informazioni sulle poste dei prospetti contabili presentati nella relazione trimestrale e sull'omogeneità dei criteri di valutazione, tramite colloqui con la direzione della società, e nello svolgimento di analisi di bilancio sui dati contenuti nei prospetti contabili. La revisione contabile limitata ha escluso procedure di revisione quali sondaggi di conformità e verifiche o procedure di validità delle attività e delle passività ed ha comportato un'estensione del lavoro significativamente inferiore a quella di una revisione contabile completa svolta secondo gli statuiti principi di revisione. Di conseguenza, diversamente da quanto effettuato sul bilancio consolidato di fine esercizio, non esprimiamo un giudizio professionale di revisione sulla relazione trimestrale.

Per quanto riguarda i dati comparativi relativi al bilancio consolidato al 31 dicembre 2005 presentati nei prospetti contabili, si fa riferimento alla nostra relazione emessa in data 7 aprile 2006. I dati comparativi del trimestre chiuso al 30 settembre 2005 inclusi nei prospetti contabili, non sono stati assoggettati ad alcuna attività di revisione contabile. Le conclusioni da noi espresse nella presente relazione, pertanto, non si estendono a tali dati.

3. Sulla base di quanto svolto, non siamo venuti a conoscenza di variazioni e integrazioni significative che dovrebbero essere apportate ai prospetti contabili ed alle relative note esplicative e integrative identificati nel paragrafo 1 per renderli conformi al principio contabile internazionale IAS 34.

Brescia, 11 dicembre 2006

Reconta Ernst & Young S.p.A.

  
Egidio Tempini  
(Socio)



**12) RELAZIONE SULLA CONGRUITÀ DEL RAPPORTO DI  
CAMBIO REDATTA PER BPU, AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-  
SEXIES DEL CODICE CIVILE, DA KPMG S.P.A.**

---





**BPU - Banche Popolari Unite S.c.p.a.**

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

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

Agli Azionisti di  
BPU - Banche Popolari Unite S.c.p.a.

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

Abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Bergamo, in data 18 novembre 2006, su istanza di Banche Popolari Unite S.c.p.a. (nel seguito "BPU"), l'incarico di redigere, ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di BPU e quelle di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. (nel seguito "BL" e congiuntamente a BPU "le Banche" o i "Gruppi Bancari"). A tal fine, abbiamo ricevuto da BPU il progetto di fusione corredato da apposita relazione degli Amministratori (nel seguito "la Relazione") che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché la situazione patrimoniale al 30 settembre 2006 redatta ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli Azionisti di BPU in prima convocazione il giorno 2 marzo 2007 e, occorrendo, in seconda convocazione il giorno 3 marzo 2007.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria gli Azionisti di BL in prima convocazione il giorno 2 marzo 2007 e, occorrendo, in seconda convocazione il giorno 3 marzo 2007.

L'incarico di redigere per BL corrispondente relazione sulla congruità del rapporto di cambio è stato conferito dal Presidente del Tribunale di Brescia, in data 27 novembre 2006, alla società di revisione Reconta Ernst & Young S.p.A. (nel seguito "REY").

### **2 Sintesi dell'operazione**

L'operazione oggetto della presente relazione può essere descritta sulla base delle comunicazioni al mercato effettuate dai due Gruppi Bancari e di quanto riportato nei verbali dei Consigli di Amministrazione del 13 novembre 2006, del 12 dicembre 2006 e del 19 gennaio 2007.

#### **Consiglio di Amministrazione del 13 novembre 2006: annuncio del Progetto**

I Consigli di Amministrazione di BPU e di BL, tenutisi in data 13 novembre 2006, hanno approvato i contenuti di un Protocollo d'Intesa e le linee guida del progetto di aggregazione tra i due Gruppi Bancari (nel seguito il "Progetto").

Il Progetto, che prevede una fusione paritetica tecnicamente realizzata attraverso l'incorporazione di BL in BPU, è stato inoltre favorevolmente deliberato nella stessa data dal Patto di Sindacato di BL.

Tale fusione porterà alla costituzione di una nuova realtà bancaria che:

- si collocherà tra i primissimi gruppi bancari italiani con una capitalizzazione di oltre € 13 miliardi;
- rappresenterà il quarto network nazionale in termini di sportelli (1.970 per oltre 4 milioni di clienti), con una quota di mercato superiore al 6%, con particolare concentrazione nelle aree più ricche del Paese (secondo gruppo in Lombardia con 935 sportelli, corrispondenti a una quota di mercato regionale del 15% circa).

A livello di modello organizzativo e *corporate governance*, il Progetto prevede che il Nuovo Gruppo adotti:

- la matrice "popolare", con una capogruppo quotata sotto nuova denominazione sociale;
- la sede legale a Bergamo e prevalente localizzazione delle funzioni centrali a Bergamo e Brescia;
- un sistema di tipo "dualistico", con un Consiglio di Sorveglianza ed un Consiglio di Gestione basati su principi di rappresentanza paritetica;
- un modello federale in grado di valorizzare la forza distributiva delle Banche Rete, capace di salvaguardare l'identità dei marchi ed il radicamento territoriale e rappresentare un polo di attrazione per altri istituti bancari.

Le condizioni finanziarie dell'operazione previste dal Protocollo di Intesa sono:

- rapporto di cambio indicato pari a n. 0,83 nuove azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL. Tale rapporto, approvato preliminarmente il 13 novembre 2006 dai Consigli di Amministrazione di BPU e di BL, risultava peraltro subordinato agli esiti delle attività di Due Diligence contabile-amministrativa e legale;
- dividendo relativo all'esercizio 2006 unificato per tutti i soci delle due Banche e pari a € 0,80 per azione.

***Consigli di Amministrazione del 12 dicembre 2006 e del 19 gennaio 2007: definizione del Progetto***

Gli elementi essenziali del Progetto così come delineati nel Consiglio di BPU del 13 novembre 2006 sono stati richiamati nelle successive sedute del 12 dicembre 2006 e 19 gennaio 2007, e nella relativa Relazione al progetto di fusione ex art. 2501-quinquies.

In tale documento si evidenzia, tra l'altro, quanto segue:

- il nuovo Gruppo adotterà il modello organizzativo polifunzionale, federale ed integrato, in cui una pluralità di società bancarie, finanziarie, assicurative e di servizi sono chiamate a sviluppare, secondo la strategia definita dalla Capogruppo, forti rapporti di complementarietà per la realizzazione di un comune disegno imprenditoriale, preservando, allo stesso tempo, la propria autonomia operativa e le singole specificità in termini di radicamento territoriale e di identità del marchio;
- l'operazione di aggregazione, favorita dalla forte coerenza degli attuali modelli organizzativi, prevede la realizzazione di un progetto industriale ad elevata valenza strategica, che permetterà di raggiungere i comuni obiettivi di crescita attraverso il rafforzamento della competitività, la massimizzazione delle economie di scala e di scopo, l'ampliamento della gamma di servizi offerti e la valorizzazione delle *best practice* interne;
- il conseguimento delle sinergie è atteso in tempi rapidi, grazie al positivo *track record* del management di BPU e BL nella gestione dei processi di integrazione;
- al fine di valutare la congruità del rapporto di cambio proposto all'Assemblea degli Azionisti di BPU, gli Amministratori hanno chiesto assistenza a Morgan Stanley Bank International Ltd (nel seguito "Consulente" o "MS"). Il Consiglio di Amministrazione ha altresì richiesto a Gruppo Banca Leonardo S.r.l. (nel seguito "GBL") di effettuare un'ulteriore valutazione da utilizzare a supporto delle proprie analisi;
- il rapporto di cambio proposto dagli Amministratori, che hanno fatto proprie le valutazioni del Consulente e di GBL, tenuto anche conto delle risultanze dell'attività di Due Diligence, è confermato pari a quello che il Consiglio di Amministrazione di BPU del 13 novembre 2006 aveva preliminarmente individuato e calcolato in n. 0,83 nuove azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL.

Il Progetto è subordinato alle autorizzazioni da parte delle autorità competenti.

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

Al fine di fornire agli Azionisti di BPU idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori di BPU a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del loro Consulente e di GBL, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Banche oggetto dell'operazione di fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, dal Consulente e da GBL.

#### 4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da BPU, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il progetto di fusione e le relazioni degli Amministratori delle due Banche indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 settembre 2006, il seguente rapporto di cambio:

**n. 0,83 azioni ordinarie BPU di nuova emissione per ogni azione ordinaria di BL senza prevedere alcun conguaglio in denaro.**

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori considerando il profilo strategico del Progetto, le quotazioni espresse dal mercato nel periodo strettamente antecedente l'annuncio del Progetto e le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui ai successivi punti b) e c). La Relazione espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) il parere di congruità sul rapporto di cambio eseguito da MS, Consulente di BPU; tale relazione datata 12 dicembre 2006 espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;
- c) il documento di analisi sul rapporto di cambio predisposto da GBL, su richiesta degli Amministratori di BPU; anche tale relazione datata 12 dicembre 2006 è stata effettuata al fine di supportare gli Amministratori nella scelta del rapporto di cambio;
- d) le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2006 di BPU e BL predisposte, ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due Banche e assoggettate a revisione contabile limitata da parte delle rispettive società di revisione;
- e) la seguente documentazione, utilizzata dal Consulente e da GBL per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
- bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 di BPU e di BL e delle loro principali società controllate, corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, dei Collegi Sindacali e delle società di revisione. In particolare, KPMG ha predisposto la relazione di revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato di BPU, mentre REY ha predisposto la relazione di revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato di BL;
  - relazioni semestrali consolidate al 30 giugno 2006 di BPU e di BL, corredate dalle rispettive relazioni degli Amministratori e delle società di revisione;
  - piani industriali "stand alone" di BPU e BL relativi al periodo 2006-2008 e stima dell'estensione al 2009 dei dati previsionali inclusi in tali piani industriali;

- prezzi storici ed i volumi di scambio delle azioni ordinarie di BPU e delle azioni ordinarie di BL;
  - informazioni raccolte e rielaborate dal Consulente su società operanti a livello internazionale nello stesso settore;
  - ricerche ed analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
  - statuti delle due Banche partecipanti alla fusione;
  - bozza di statuto della nuova realtà bancaria che risulterà dalla fusione;
  - altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal management delle due Banche, anche per il tramite del loro Consulente;
  - rapporto di Due Diligence amministrativo-contabile svolta reciprocamente dalle due Banche con l'ausilio dei propri revisori sulla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 e sulla trimestrale consolidata al 30 settembre 2006;
  - esiti dell'attività di Due Diligence legale discussi con la Direzione delle due Banche;
  - Protocollo d'Intesa tra BPU e BL sottoscritto in data 13 novembre 2006;
- f) la seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:
- dati ed informazioni utilizzati dal Consulente e da GBL per la stima del rapporto di cambio;
  - comunicati stampa ed informazioni rese disponibili dagli *investor relators* di BPU e BL;
  - presentazione effettuata congiuntamente dalle Direzioni dei due Gruppi Bancari alla Comunità Finanziaria il 14 novembre 2006;
  - documento denominato "*Linee Guida del Progetto di Integrazione tra il Gruppo BPU e il Gruppo Banca Lombarda e Piemontese*" fornito dalla Direzione di BPU ed inviato a Banca d'Italia;
- g) le informazioni contabili e statistiche, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di BPU, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

## **5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio**

Gli Amministratori di BPU, anche sulla base delle indicazioni del proprio Consulente hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione con consolidate basi dottrinali ed applicative, tali da consentire di valutare in maniera omogenea le due Banche.

### **5.1 Scelta dei metodi e criteri di valutazione**

Sulla base delle caratteristiche qualitative delle Banche e della prassi valutativa relativa ad operazioni similari in Italia ed all'estero, le metodologie di valutazione prescelte dagli Amministratori (cosiddetti metodi principali) per l'elaborazione di un intervallo di rapporti di cambio sono di carattere analitico ed empirico.

- Metodi di stima "analitici":
  - *Dividend Discount Model* (DDM);
  - *Warranted Equity Method* (WEM o metodo della Crescita di Gordon).

Nell'ambito dell'applicazione delle suddette metodologie a BL, come indicato al successivo punto 5.2.3, gli Amministratori ed il Consulente hanno provveduto a stimare il *fair value* della partecipazione detenuta dalla stessa in Banca Intesa S.p.A. (ora Intesa Sanpaolo S.p.A.) attraverso il "metodo delle quotazioni dirette".

- Metodo di stima empirico o "di mercato":
  - Multipli di Mercato.

Gli Amministratori hanno applicato ai Rapporti di Cambio calcolati tramite i metodi analitici (DDM e WEM) un Fattore di Rettifica (descritto al successivo punto 5.3) espressione della differenza esistente tra il valore delle azioni di una società a contendibilità limitata e il valore delle azioni di una società a controllo contendibile.

Gli Amministratori inoltre hanno adottato, quali metodi di controllo, il "metodo delle quotazioni dirette" ed il "metodo UEC complesso". Il criterio delle quotazioni dirette non è stato da essi incluso fra i criteri principali al solo fine di evitare che possibili elementi speculativi intervenuti nel periodo prossimo all'annuncio dell'operazione potessero influenzare la determinazione dell'intervallo del Rapporto di Cambio.

### **5.2 Descrizione metodi principali**

#### **5.2.1 Il criterio *Dividend Discount Model* (DDM)**

Il metodo del *Dividend Discount Model* assume che il valore economico di una banca sia pari alla somma del:

- Valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso; e

- “Valore Terminale”, ovvero il valore della Banca al termine del periodo di previsione analitica dei flussi, che è stato calcolato tramite diverse metodologie in ipotesi di redditività e crescita sostenibili all’infinito.

La metodologia del DDM stima pertanto il valore del capitale economico di una banca sulla base della seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

- W rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;
- DIVa rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- VTa rappresenta il valore attuale del Valore Terminale della banca.

L’applicazione del DDM è stata articolata nelle seguenti fasi:

- Identificazione dei flussi economici futuri e dell’arco temporale di riferimento: gli Amministratori ed il Consulente hanno fatto riferimento ai piani industriali di BPU e di BL.

Ai fini della stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario a garantire l’operatività delle Banche, quantificato, anche tenuto conto della normativa attualmente in essere e della prassi internazionale, in un coefficiente *Core Tier I* pari al 6,0%.

Inoltre, in relazione alla scelta di valutare separatamente la partecipazione detenuta da BL in Banca Intesa S.p.A. (ora Intesa Sanpaolo S.p.A.), gli Amministratori hanno opportunamente rettificato i principali dati finanziari di BL per giungere a valori rappresentativi della sola attività bancaria.

- Determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi (“Costo del Capitale”): corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio (*Ke*), ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* che ha fatto riferimento ad un *risk free rate* pari a 4,1% (tasso euro swap 30 anni), ad un *market risk premium* pari a 4,5% e ad un Beta desunto da un campione di società comparabili pari a 1,09. Dall’applicazione della suddetta metodologia è stato ottenuto un tasso di attualizzazione pari a 9,0%, utilizzato per entrambe le Banche.

- **Calcolo del Valore Terminale:** è stata utilizzata la formula del *Perpetual Dividend Growth*. A fini di controllo dei risultati raggiunti, il Valore Terminale è stato calcolato anche tramite il metodo del multiplo del Patrimonio Netto Terminale.

Secondo la formula del *Perpetual Dividend Growth*, il Valore Terminale è calcolato sulla base di un multiplo dei dividendi distribuibili. Tale multiplo tiene in considerazione il Costo del Capitale ( $K_e$ ) ed il tasso di crescita sostenibile ( $g$ ), secondo la seguente formula:

$$VT = \frac{\text{Ultimo dividendo esplicito} * (1 + g)}{(K_e - g)}$$

Il tasso nominale di crescita sostenibile di lungo periodo è stato stimato pari a 2,5% per entrambe le Banche.

### 5.2.2 *Il criterio Warranted Equity Method (WEM o metodo della Crescita di Gordon)*

Il criterio del *Warranted Equity Method* definisce il valore ( $W$ ) del capitale di un'azienda in stretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare redditi.

L'adozione del criterio reddituale presuppone, anzitutto, la stima della redditività prospettica dell'azienda. Quest'ultima è intesa, nella presente valutazione, come la redditività futura in termini di ROE sostenibile nel lungo termine.

La formula utilizzata è la seguente:

$$\frac{W}{PNR} = \frac{ROE - g}{K_e - g}$$

dove:

- PNR patrimonio netto normalizzato, ovvero necessario a mantenere una capitalizzazione adeguata allo svolgimento delle normali attività di *business*;
- ROE redditività futura sostenibile nel lungo periodo, stimata sulla base del ROE medio da *business plan*;
- $g$  tasso di crescita di lungo periodo, ovvero la capacità di crescita nel lungo termine degli utili delle Banche, stimato come illustrato per il DDM;
- $K_e$  costo del capitale. Esso è stato quantificato attraverso l'approccio CAPM illustrato precedentemente.

### 5.2.3 *La partecipazione in Banca Intesa S.p.A. (ora Intesa Sanpaolo S.p.A.) detenuta da BL*

Come indicato precedentemente, nell'ambito delle sole metodologie analitiche, gli Amministratori ed il Consulente hanno ritenuto di valutare separatamente la partecipazione detenuta da BL in Banca Intesa S.p.A. (ora Intesa Sanpaolo S.p.A.), utilizzando il metodo delle quotazioni dirette (descritto nel successivo punto 5.4.1).

Tale scelta ha considerato:

- la rilevanza del *fair value* della suddetta partecipazione sul valore complessivo di BL;
- la natura di partecipazione di minoranza e pertanto la significatività dei corsi di Borsa.

Il *fair value* è stato quindi stimato sulla base della media a tre mesi dei corsi di Borsa all'8 dicembre 2006. Il valore così ottenuto è stato successivamente sommato al valore dell'attività bancaria.

#### *5.2.4 Il metodo dei multipli di Mercato*

Il "metodo dei multipli di Mercato" determina il valore di una banca assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato dei capitali con riguardo ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quelle oggetto di valutazione.

La metodologia in esame si sviluppa nelle seguenti fasi:

- individuazione di un campione di banche quotate comparabili con quelle oggetto di valutazione. Nella fattispecie, la valutazione della comparabilità ha preso a riferimento, oltre che la dimensione espressa in termini di capitalizzazione di Borsa, la diffusione territoriale e la forma societaria, ed ha portato alla definizione di due distinti campioni per le due Banche oggetto di valutazione;
- calcolo dei cosiddetti "multipli di Borsa", ossia dei rapporti tra i prezzi di Borsa e le grandezze reddituali e patrimoniali aziendali ritenute significative (nella fattispecie "Valore di mercato/Utile netto atteso" e "Valore di mercato/Patrimonio netto");
- applicazione dei "multipli di Borsa" dei campioni alle pertinenti grandezze di riferimento delle aziende da valutare.

Differentemente dall'applicazione delle metodologie analitiche, la valutazione di BL con i multipli di mercato non è stata effettuata scorporando la partecipazione da questa detenuta in Banca Intesa (ora Intesa Sanpaolo S.p.A.). Ciò alla luce del fatto che le società comparabili considerate presentano in media investimenti in società quotate dimensionalmente paragonabili a quello di BL.

#### *5.3 Il Fattore di Rettifica*

Gli Amministratori hanno applicato ai Rapporti di Cambio calcolati tramite i metodi analitici (DDM e WEM) un Fattore di Rettifica espressione della differenza esistente tra il valore delle azioni di una società a contendibilità limitata e il valore delle azioni di una società a controllo contendibile.

Al fine della stima di tale algoritmo, gli Amministratori hanno fatto riferimento al rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto di un campione di banche a matrice popolare, confrontandolo con lo stesso rapporto per un campione di banche con forma giuridica di società per azioni. Il campione delle banche a matrice popolare utilizzato ha incluso BP Verona e Novara, BPU, BP Milano, Credito Valtellinese. Il campione di banche con forma giuridica di società per azioni ha incluso Banca Intesa, Sanpaolo IMI, Capitalia, Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Lombarda e Credito Emiliano. Il differenziale di multipli è stato analizzato anche tenendo in considerazione la differente redditività (ROE) dei due campioni. Tale analisi ha portato a stimare un Fattore di Rettifica compreso tra 1,31 ed 1,37.

Il Fattore di Rettifica non è stato applicato ai metodi "di mercato" in quanto già teoricamente inclusivi di tale aggiustamento per effetto della selezione di società comparabili aventi status giuridico rispettivamente di Società per Azioni per BL e di Società Cooperativa per BPU.

#### **5.4 Metodi di controllo**

Ad ulteriore conforto dei rapporti di cambio individuati, anche con il supporto delle analisi effettuate dal Consulente, gli Amministratori hanno provveduto ad applicare il metodo delle quotazioni dirette ed il metodo UEC complesso.

##### **5.4.1 Metodo delle quotazioni dirette**

L'analisi basata sulle quotazioni di Borsa esprime il valore attribuito dal mercato alle azioni delle società oggetto di valutazione. L'ipotesi sottostante questo metodo è quella relativa all'efficienza dei mercati secondo la quale il valore delle azioni e quindi di una azienda, è riflesso nel valore dei corsi azionari in un arco temporale sufficientemente esteso, al fine di sterilizzare eventuali effetti distorsivi derivanti da scollamenti temporanei tra domanda e offerta o movimenti speculativi di breve termine.

Nella fattispecie sono stati osservati i rapporti di cambio medi impliciti su orizzonti temporali fino a sei mesi prima dell'annuncio dell'operazione.

##### **5.4.2 Metodo UEC Complesso**

Il metodo UEC complesso, comunemente adottato dalla prassi valutativa, consente di comporre una sintesi dei profili di appetibilità correlabili sia alla dimensione patrimoniale che a quella reddituale, giungendo alla determinazione del valore economico di una Banca sulla base di due elementi:

- il patrimonio netto espresso a valori correnti, inclusivo della stima dei beni immateriali valorizzati sulla base delle forme di raccolta del Gruppo Bancario e di parametri empirici;
- la correzione all'avviamento attribuibile al patrimonio in relazione alla capacità dell'impresa di produrre un extrareddito, positivo o negativo, rispetto ad un rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento.

## **6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Le principali difficoltà incontrate dagli Amministratori nella valutazione del rapporto di cambio sono riconducibili a:

- *Stima del fattore di rettifica.* Per considerare la differente natura giuridica delle Banche partecipanti alla fusione, è stato calcolato, sulla base di stime e analisi empiriche un fattore di rettifica da applicare ai criteri economico-analitici.
- *Utilizzo di dati previsionali.* Sono stati impiegati dati previsionali tratti dalle proiezioni economico finanziarie predisposte dagli Amministratori. Tali dati per loro natura presentano profili di incertezza.

## **7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni di BPU e loro caratteristiche**

### **7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori**

I valori dei capitali economici di BPU e di BL, nonché i relativi valori per azione ed i conseguenti rapporti di cambio, determinati dal Consulente sulla base dell'applicazione dei metodi in precedenza descritti e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione, sono riportati nella tabella che segue.

Come descritto in precedenza, nella determinazione dei rapporti di cambio risultanti dai criteri analitici è stato applicato un fattore di rettifica per tener conto del differente profilo di contendibilità delle due Banche. L'intervallo dei rapporti di cambio si configura dunque come segue:

Criteri di valutazione	Rapporto di cambio		Valori sottostanti per azione			
			BPU*		BL**	
	MIN	MAX	MIN	MAX	MIN	MAX
Metodi analitici:						
1) Dividend Discount Model (DDM)	0,80	0,85	19,5	20,4	15,6	17,5
2) Warranted Equity Method (WEM)	0,80	0,83	18,0	19,9	14,5	16,6
Intervallo dei rapporti di cambio identificato per i Metodi analitici	0,80	0,85				
Multipli di Mercato***	0,72	0,84	20,5	22,6	16,4	17,2

L'applicazione delle metodologie principali sopra descritte ha condotto all'individuazione di un intervallo dei rapporti di cambio tra 0,72 e 0,85, che si caratterizza per una variabilità contenuta. Tale intervallo risulta confortato dalle analisi condotte da GBL che ha identificato un intervallo compreso tra 0,74 e 0,85 azioni BPU per n. 1 azione BL.

L'intervallo sopra identificato riflette inoltre gli andamenti dei corsi di Borsa dei due titoli: in particolare il Rapporto di Cambio prescelto (0,83) è in linea con le rilevazioni più recenti (il rapporto tra le quotazione delle due Banche al 10 novembre 2006 era pari a 0,85).

Da ultimo, i risultati dell'applicazione del metodo UEC complesso, applicato il fattore di rettifica precedentemente menzionato, hanno confermato l'intervallo identificato dalle metodologie principali tra 0,78 e 0,85 azioni BPU per n. 1 azione BL.

Il Consiglio di Amministrazione di BPU, alla luce di quanto sopra esposto, tenuto conto altresì:

- della limitata variabilità degli intervalli identificati dal Consulente e da GBL, con uno scostamento fra gli estremi non superiore al 18%, e del fatto che i rapporti di cambio negoziati risultano essere all'interno dell'intervallo calcolato a mezzo di metodi analitici,
- dell'elevata valenza strategica dell'Operazione,

\* I valori per azione di BPU sono riportati al netto del Fattore di Rettifica. L'intervallo di valori lordi ottenuti con il metodo del DDM è € 25,5 - € 28,0, per un valore del 100% del capitale pari a € 8,77 mld - € 9,65 mld. Con il metodo del WEM il suddetto intervallo è € 23,6 - € 27,3, per un valore del 100% del capitale pari a € 8,14 mld - € 9,40 mld. Il valore del 100% relativo all'applicazione dei multipli di Mercato, che già riflette gli effetti del suddetto Fattore di Rettifica, è pari a € 7,06 mld - € 7,79 mld.

\*\* Il valore del 100% del capitale di BL riveniente dal DDM è pari a € 5,55 mld - € 6,21 mld; quello riveniente dal WEM è pari a € 5,14 mld - € 5,89 mld; quello riveniente dai multipli di Mercato è pari a € 5,82 mld - € 6,10 mld.

\*\*\* I rapporti di cambio rivenienti dall'applicazione del metodo dei multipli di Mercato sono la risultante del confronto fra il valore minimo di BPU ed il massimo di BL e viceversa.

ha individuato, all'interno dell'intervallo sopra richiamato ed in linea con i prezzi medi di Borsa dei 10 giorni antecedenti la stipula del Protocollo d'Intesa, il seguente rapporto di cambio da sottoporre all'Assemblea degli Azionisti nella Fusione per incorporazione di BL in BPU:

- **n. 0,83 azioni ordinarie di BPU per n. 1 azione ordinaria BL.**

## **7.2 Modalità di assegnazione delle azioni BPU e loro caratteristiche**

Secondo quanto riportato nelle Relazioni presentate dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due banche:

- il perfezionamento dell'operazione di fusione comporterà l'annullamento delle azioni ordinarie BL in circolazione. Alla data della presente relazione il capitale sociale di BL è pari a € 355.015.926 suddiviso in n. 355.015.926 azioni ordinarie del valore unitario di € 1,00;
- in cambio agli Azionisti della Banca incorporata verranno assegnate, sulla base del rapporto di cambio indicato in precedenza, massime n. 294.663.219 azioni ordinarie di BPU, del valore nominale di € 2,50 ciascuna. Alla data della presente relazione il capitale sociale di BPU è pari a € 861.206.710 suddiviso in n. 344.482.684 azioni ordinarie del valore nominale di € 2,50;
- non sono previsti conguagli in denaro a favore degli Azionisti delle due Banche;
- non sono previsti particolari benefici a favore degli Amministratori e dei Sindaci delle due Banche;
- nell'atto di fusione verrà dato conto della rinuncia da parte di uno o più soci di BL al concambio della frazione di azione necessaria per assicurare la quadratura complessiva dell'operazione di fusione;
- si provvederà, in ogni caso, a mettere a disposizione degli Azionisti della società incorporanda un servizio per il trattamento delle eventuali frazioni di azioni, a prezzo di mercato, senza aggravio di ulteriori oneri per spese, bolli o commissioni;
- le azioni dell'incorporante di nuova emissione a servizio del concambio, che saranno quotate al pari delle azioni di BPU attualmente in circolazione, saranno messe a disposizione degli Azionisti dell'incorporanda secondo le modalità proprie delle azioni dematerializzate accentrate nel Monte Titoli S.p.A. a partire dal primo giorno lavorativo successivo alla data di decorrenza degli effetti civilistici della fusione. Tale data sarà resa nota nell'apposito avviso concernente la fusione pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale;
- le nuove azioni ordinarie di BPU avranno gli stessi diritti di quelle della stessa categoria in circolazione alla data di emissione. Pertanto tali azioni avranno godimento regolare (1° gennaio 2006).

## **8 Lavoro svolto**

### **8.1 Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata", menzionata al precedente punto 4**

Come già indicato in precedenza:

- il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 di BPU sono stati assoggettati a revisione contabile da parte di KPMG mentre il bilancio d'esercizio e consolidato alla medesima data di BL sono stati assoggettati a revisione contabile da parte di REY;
- la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 di BPU è stata assoggettata a revisione contabile limitata di KPMG mentre la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 alla medesima data di BL è stata assoggettata a revisione contabile limitata da parte di REY;
- le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2006 di BPU e BL predisposte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile sono state assoggettate a revisione contabile limitata rispettivamente da KPMG e REY.

Abbiamo inoltre:

- ottenuto informazioni da parte di REY circa l'attività di revisione contabile svolta sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 e l'attività di revisione contabile limitata svolta sulla relazione consolidata al 30 giugno 2006 ed al 30 settembre 2006 di BL, al fine di accertare che non fossero presenti aspetti di rilievo che potessero influire sull'applicazione delle metodologie valutative;
- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sul rapporto di Due Diligence amministrativo-contabile svolta da REY sulla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 e la situazione trimestrale al 30 settembre 2006 di BPU;
- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sulla Due Diligence legale svolta dalle due Banche;
- raccolto, anche attraverso discussione con la Direzione di BPU, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura della situazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006, della situazione patrimoniale al 30 settembre 2006 redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile e successivamente all'annuncio del Progetto che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- discusso con la Direzione di BPU e BL i criteri utilizzati per la redazione delle proiezioni economico finanziarie 2006-2009 di BPU e BL, fermo restando i limiti e le incertezze connessi ad ogni tipo di previsione. In tale sede abbiamo altresì verificato che le suddette proiezioni siano state redatte secondo criteri omogenei, pur nel rispetto della specificità di ciascuna Banca.

## **8.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio**

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il progetto di fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di BPU e BL indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie;
- esaminato le relazioni del Consulente e di GBL;
- esaminato gli statuti sociali di BPU e BL, nonché il testo dello Statuto della realtà bancaria che risulterà dalla fusione;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dal Consiglio di Amministrazione di BPU, dal Consulente e da GBL riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di BPU, dal Consulente e da GBL ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle due Banche coinvolte nel Progetto;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dal Consulente e da GBL;
- svolto un'analisi di sensitività, anche attraverso il confronto fra i differenti approcci valutativi utilizzati dal Consulente del Consiglio di Amministrazione di BPU, con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio prescelto fosse influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la documentazione indicata nel precedente punto 4;
- analizzato e discusso con la Direzione di BPU, il Consulente e GBL il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;
- discusso con REY circa il lavoro svolto sull'analoga documentazione relativa a BL;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio dagli Amministratori, dal Consulente e da GBL;
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza del rappresentante legale di BPU, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio.

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

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale del Consiglio di Amministrazione di BPU consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole Realtà coinvolte nel Progetto, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle Realtà interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Realtà interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, sui metodi di valutazione adottati, sono di seguito riportate:

- la scelta degli Amministratori di BPU di adottare, per la determinazione del rapporto di cambio, una pluralità di metodologie consistenti in (i) "criterio DDM", (ii) "criterio WEM" e (iii) "metodo dei multipli di Mercato" risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame descrive ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;
- i metodi valutativi adottati dal Consulente e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale e sono condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento;
- i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione di BPU per la valutazione delle Banche coinvolte nell'operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;
- l'adozione, da parte di BPU e del Consulente, di una pluralità di metodologie ha consentito la realizzazione di una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di un intervallo di rapporti di cambio, confermati anche dalle analisi effettuate da GBL;
- la differente contendibilità dei due titoli oggetto del rapporto di cambio è stata appropriatamente affrontata dal Consiglio di Amministrazione e dal Consulente attraverso:
  - l'identificazione di un fattore di correzione da applicare nella determinazione del rapporto di cambio risultante dalle metodologie analitiche. Tale fattore è stato identificato empiricamente in funzione dei differenziali espressi dal mercato su società comparabili;

- la scelta di utilizzare campioni differenziati sulla base della diversa natura giuridica delle due Banche nell'applicazione della metodologie empirica. Inoltre l'identificazione dei suddetti campioni di società comparabili, nonché dei moltiplicatori adottati per l'applicazione della metodologia dei multipli di Mercato è stata effettuata attraverso un processo razionale;
- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle due Banche. L'utilizzo di metodi analitici, basati su proiezioni sviluppate dalle Direzioni delle due Banche, appare giustificato in quanto in grado di cogliere gli effetti di sviluppo nel medio periodo sulla richiamata base "stand alone";
- la pari dignità assegnata ai metodi utilizzati dagli Amministratori e dal Consulente nell'individuazione dell'intervallo dei valori di riferimento non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa;
- il Consiglio di Amministrazione di BPU ha negoziato il concambio da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti, individuandolo all'interno dell'intervallo richiamato in precedenza. A tal fine la scelta degli Amministratori, considerato il profilo strategico del Progetto e l'attività negoziale intervenuta, si è collocata nella fascia più elevata dell'intervallo, anche in base alle risultanze emergenti dalle medie dei prezzi di Borsa registrati nei dieci giorni precedenti l'annuncio dell'operazione dalle azioni BPU e BL;
- gli Amministratori ed il Consulente hanno verificato i risultati ottenuti con i rapporti di cambio rivenienti dai prezzi di borsa. Tale criterio è stato mantenuto ai soli fini di controllo, nonostante la liquidità dei due titoli oggetto d'analisi, in virtù delle possibili speculazioni sulle azioni BL. Come dimostrato anche dal lavoro svolto da GBL, i risultati ottenuti collimano con le indicazioni del mercato borsistico.

## 10 Limiti specifici e aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- il Consiglio di Amministrazione ed il Consulente hanno ritenuto di adottare, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, metodologie di valutazione di tipo analitico. L'applicazione di tali metodologie ha richiesto, oltre al riferimento ai parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economico finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico, specie per quanto riguarda il settore bancario;
- il metodo dei multipli di Mercato, così come la definizione del Fattore di Rettifica del rapporto di cambio per i metodi analitici, fondato comunque su un approccio di carattere empirico, risente dei limiti propri di questo tipo di analisi riconducibili alla non perfetta comparabilità degli elementi selezionati rispetto all'oggetto di analisi ed alle fluttuazioni degli indicatori identificati a causa della volatilità dei mercati. Tuttavia, l'accuratezza nella selezione dei campioni e l'utilizzo di quotazioni medie consentono di attenuare i suddetti effetti.

Infine, ferma restando la ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie utilizzate, si segnala che gli Amministratori nella loro Relazione hanno fissato il rapporto di cambio da sottoporre all'Assemblea degli Azionisti di BPU in ragione di n. 0,83 azioni ordinarie di BPU per n. 1 azione ordinaria BL, collocandosi nella fascia più elevata dell'intervallo riveniente dall'applicazione delle metodologie principali di valutazione adottate, tenuto conto dell'andamento delle quotazioni di Borsa di BPU e di BL nel periodo precedente la sottoscrizione del Protocollo d'Intesa, dell'attività negoziale intervenuta e alla luce dell'elevata valenza strategica dell'operazione e della significativa creazione di valore in termini di sinergie di costo e di ricavo.

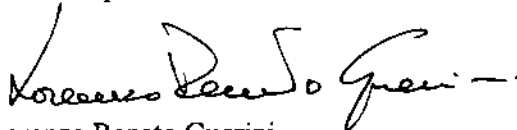
Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del rapporto di cambio.

## 11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori anche sulla base delle indicazioni del loro Consulente siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di cambio delle azioni, contenuto nel progetto di fusione, pari a n. **0,83 azioni ordinarie Banche Popolari Unite S.c.p.a. di nuova emissione per ogni azione ordinaria di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.**

Bergamo, 24 gennaio 2007

KPMG S.p.A.



Lorenzo Renato Guerini  
Socio



**13) RELAZIONE SULLA CONGRUITÀ DEL RAPPORTO DI CAMBIO REDATTA PER BLP, AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE, DA RECONTA ERNST & YOUNG S.P.A.**

---



PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE  
DI  
BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE S.p.A.  
IN  
BPU BANCA – BANCHE POPOLARI UNITE S.C.p.A.

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 sexies DEL CODICE CIVILE

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE  
AI SENSI DELL'ART. 2501 sexies DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di  
Banca Lombarda e Piemontese S.p.A.

**1. Motivo e oggetto dell'incarico**

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Brescia l'incarico di redigere, ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. e (di seguito, "Banca Lombarda") e quelle di Banche Popolari Unite S.C.p.A. (di seguito "BPU Banca" e congiuntamente con Banca Lombarda "le Banche"), relativo al progetto di fusione per incorporazione in BPU Banca di Banca Lombarda (di seguito "la prospettata operazione di fusione"), in qualità di esperto, ai sensi del terzo comma dell'articolo sopra citato. A tal fine, abbiamo ricevuto da Banca Lombarda il progetto di fusione corredato di apposita relazione degli Amministratori che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché la situazione patrimoniale al 30 settembre 2006 redatta ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice Civile.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Banca Lombarda in prima convocazione per il giorno 2 marzo 2007 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 3 marzo 2007.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria gli azionisti di BPU Banca in prima convocazione in data 2 marzo 2007 e, occorrendo, in seconda convocazione in data 3 marzo 2007.

L'incarico di redigere per BPU Banca analoga relazione sulla congruità del rapporto di cambio è stato conferito alla società di revisione KPMG S.p.A. (di seguito "KPMG").

**2. Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro

ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Banche. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

### 3. Sintesi dell'operazione

L'operazione oggetto della presente relazione può essere sintetizzata anche alla luce delle comunicazioni al mercato effettuate dalle due Banche e delle attività intercorse fra i Consigli di Amministrazione delle Banche del 13 novembre 2006, del 12 dicembre 2006 e del 19 gennaio 2007.

#### Annuncio del Progetto

I Consigli di Amministrazione di Banca Lombarda e di BPU Banca, tenutisi in data 13 novembre 2006, hanno approvato i contenuti del Protocollo d'Intesa finalizzato alla creazione di un Nuovo Gruppo Bancario.

Il Nuovo Gruppo sarà il quarto operatore bancario italiano per numero di sportelli e disporrà, sulla base dei dati pro-forma al 30 giugno 2006, di:

- oltre 4 milioni di clienti;
- raccolta diretta pari a 80 miliardi di euro circa e impieghi a clientela per circa 79 miliardi di euro;
- risparmio gestito pari a circa 58 miliardi di euro;
- rete di 1.970 sportelli, con una quota di mercato del 6,3%, senza significative sovrapposizioni.

A livello di corporate governance il Protocollo d'Intesa prevede che:

- la Nuova Capogruppo avrà sede legale in Bergamo, mentre le funzioni centrali saranno distribuite tra le sedi dei due Gruppi secondo un'equilibrata ripartizione che tenga conto delle esigenze di funzionalità ed economicità della stessa;
- verrà adottato il sistema dualistico organizzato attraverso un Consiglio di Sorveglianza ed un Consiglio di Gestione caratterizzato dagli ulteriori principi della alternanza e della alternatività delle cariche principali.

L'operazione troverà attuazione attraverso la fusione per incorporazione di Banca Lombarda in BPU Banca, mantenendo così la connotazione popolare, attraverso l'incorporazione di una società per azioni in una società cooperativa.

Le condizioni finanziarie prevedono un rapporto di cambio individuato in 0,83 azioni ordinarie BPU Banca ogni azione ordinaria Banca Lombarda. Inoltre il dividendo relativo all'esercizio 2006 verrà proposto nella misura di 0,80 euro per azione per tutti i Soci della Nuova Capogruppo.

### **Definizione del Progetto**

I Consigli di Amministrazione di Banca Lombarda e di BPU Banca, tenutisi in data 12 dicembre 2006, hanno approvato all'unanimità il progetto di fusione per incorporazione di Banca Lombarda in BPU Banca per la creazione di un Nuovo Gruppo bancario ed hanno presentato le relative Relazioni al progetto di fusione ex art. 2501-quinquies del Codice Civile; tali relazioni sono state finalizzate nel corso dei Consigli di Amministrazione delle Banche del 19 gennaio 2007.

Nella relazione al progetto di fusione gli Amministratori illustrano, tra l'altro, che:

- l'operazione di aggregazione prevede la realizzazione di un progetto industriale ad elevata valenza strategica grazie alla complementarietà delle Banche Rete e delle Società Prodotto. Il Nuovo Gruppo sarà il quarto operatore bancario italiano per numero di sportelli;
- il Nuovo Gruppo sarà caratterizzato dalla matrice popolare e dal modello federativo, capace di valorizzare la forza distributiva delle Banche rete - salvaguardando l'identità dei marchi e il radicamento territoriale - e di rappresentare un polo di attrazione per altri istituti bancari.

In tali documenti si evidenzia, tra l'altro, quanto segue:

- ai fini della determinazione del numero di azioni BPU Banca da assegnare agli azionisti di Banca Lombarda ad esito della Fusione, il Consiglio di Amministrazione ha preso atto delle relazioni (le "Relazioni") di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") e Rothschild S.p.A. ("Rothschild" e, insieme con Mediobanca, gli "Advisors"). Il Consiglio di Amministrazione, nel fare proprie le Relazioni, condivide i metodi di valutazione adottati, le conclusioni in ordine ai valori economici attribuiti ai capitali delle società interessate e l'opinione sulla congruità di un rapporto tra i valori dei capitali economici della Società Incorporante e della Società Incorporanda;
- a seguito del completamento delle due diligence confirmatorie, il rapporto di cambio è confermato in 0,83 azioni BPU Banca per ogni azione Banca Lombarda. Le situazioni economico-patrimoniali di riferimento sono le relazioni consolidate al 30 settembre 2006 di BPU Banca e Banca Lombarda, sottoposte a revisione contabile limitata;
- in dipendenza della fusione, la Società Incorporante aumenterà il proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 736.658.047 mediante emissione di massime

n. 294.663.219 azioni da nominali Euro 2,50 ciascuna, in applicazione del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni;

- tali azioni saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., e messe a disposizione degli azionisti di Banca Lombarda secondo le modalità proprie delle azioni dematerializzate accentrate presso Monte Titoli S.p.A, a partire dal primo giorno lavorativo successivo alla data di decorrenza degli effetti civilistici dell'operazione;
- le azioni avranno godimento regolare (1 gennaio 2006). Il dividendo relativo all'esercizio 2006 verrà proposto nella misura di 0,80 euro per azione per tutti i Soci della Nuova Capogruppo;
- ai sensi dell'art. 2437 Codice Civile, il perfezionamento della prospettata fusione darà diritto agli azionisti di Banca Lombarda, che non abbiano concorso all'approvazione del relativo progetto di fusione in sede assembleare, di recedere per tutte o parte delle loro azioni. In tale ipotesi, ai sensi dell'art. 2437 ter, terzo comma, Codice Civile, Banca Lombarda sarà tenuta a corrispondere agli azionisti che avessero esercitato tale diritto di recesso un corrispettivo determinato con riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura presso la Borsa Italiana S.p.A. nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria di Banca Lombarda chiamata a deliberare sulla prospettata fusione.  
Il pagamento del rimborso a favore dei soci recedenti avverrà nel rispetto del procedimento di liquidazione previsto dall'art. 2437 quater Codice Civile;
- l'efficacia della fusione e così la stipula dell'atto di fusione sono subordinate alla condizione che il diritto di recesso da parte degli azionisti di BL non sia esercitato dagli stessi per una percentuale del capitale sociale superiore al 10% (dieci per cento). Tale condizione potrà peraltro essere rinunciata di comune accordo fra la Società Incorporante e la Società Incorporanda entro 10 (dieci) giorni lavorativi dal giorno in cui i dati definitivi dell'eventuale esercizio del diritto di recesso saranno stati comunicati da Banca Lombarda alla Società Incorporante;
- fatti salvi gli effetti dell'eventuale recesso da parte di azionisti di Banca Lombarda, la composizione del capitale post fusione sarà rappresentata per circa il 54% da azioni detenute da azionisti BPU Banca e per circa il 46% da azioni detenute da ex azionisti Banca Lombarda;
- l'operazione avrà effetti contabili e fiscali a partire dalla data di decorrenza degli effetti giuridici della fusione, ossia dalla data dell'ultima delle iscrizioni al registro delle imprese di Brescia e Bergamo dell'atto di fusione, ovvero dalla data successiva indicata in tale atto ed in ogni caso non anteriore al 1° aprile 2007.

L'operazione è soggetta all'autorizzazione di Banca d'Italia, dell'Autorità Garante della Concorrenza e dell'ISVAP.

#### 4. Documentazione utilizzata

Ai fini dello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Banche i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie.

Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

a) Il progetto di fusione e le relazioni degli Amministratori delle Banche indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 30 settembre 2006, il seguente rapporto di cambio:

- 0,83 azioni ordinarie (da nominali Euro 2,50) dell'incorporante BPU Banca ogni 1 azione ordinaria (da nominali Euro 1,00), dell'incorporanda Banca Lombarda.

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori, avvalendosi anche delle indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui ai successivi punti b) e c). Le relazioni degli Amministratori espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo.

b) La "Relazione di stima relativa alla determinazione del rapporto di cambio inerente la fusione per incorporazione di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. in BPU Banca – Banche Popolari Unite S.C.p.A.", emessa da Mediobanca in data 12 dicembre 2006.

c) La "Relazione di stima inerente la determinazione del Rapporto di Cambio per l'operazione di fusione tra Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. e Banche Popolari Unite S.C.p.A.", emessa da Rothschild in data 12 dicembre 2006.

d) La seguente documentazione, utilizzata dagli Advisors di Banca Lombarda per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:

- i bilanci d'esercizio e consolidati di BPU Banca e Banca Lombarda relativi agli esercizi 2004 e 2005, approvati dagli organi competenti, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni dei Collegi Sindacali e delle relazioni delle Società di revisione;
- le relazioni semestrali individuali e consolidate di BPU Banca e Banca Lombarda al 30 giugno 2006, approvate dagli organi competenti, complete delle relazioni sulla gestione e delle relazioni sulla revisione contabile limitata;
- le relazioni trimestrali individuali e consolidate di BPU Banca e Banca Lombarda al 30 settembre 2006 approvate dagli organi competenti e complete delle relazioni sulla gestione e delle relazioni sulla revisione contabile limitata;

- il Protocollo d'Intesa tra BPU Banca e Banca Lombarda;
- i piani economico-patrimoniali consolidati di BPU Banca e Banca Lombarda relativi al periodo 2006–2008, predisposti dal management delle Banche e presentati alla comunità finanziaria rispettivamente in data 21 marzo 2006 e 14 dicembre 2005;
- informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate, relative a BPU Banca, a Banca Lombarda ed a società quotate ritenute comparabili con le Banche, con particolare riferimento alle proiezioni economico-patrimoniali ed alle quotazioni di Borsa.

e) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- Statuti vigenti di BPU Banca e di Banca Lombarda;
- esiti delle due diligence contabile e legale svolte reciprocamente dalle due banche;
- dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Advisors e da questi utilizzati per la stima del rapporto di cambio;
- elementi contabili e statistici, prezzi di Borsa, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Banca Lombarda, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

## **5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio**

Gli Amministratori di Banca Lombarda, anche sulla base delle indicazioni degli Advisors, hanno ritenuto appropriato adottare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea le Banche coinvolte nella prospettata operazione di fusione.

Presupposto per la stima del rapporto di cambio, in ipotesi di operazioni di fusione, è la quantificazione del valore relativo delle singole società coinvolte, con l'obiettivo finale di addivenire non tanto alla determinazione di un valore economico per ciascuna di esse, quanto piuttosto a valori omogenei e confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio delle azioni nell'ambito della fusione.

Ai fini dell'operazione in oggetto è stato stimato il valore economico di BPU Banca e di Banca Lombarda singolarmente considerate, a prescindere dagli eventuali effetti che potrebbero derivare dall'operazione proposta (valutazione "stand alone"). I valori economici risultanti dall'applicazione dei differenti metodi di valutazione devono,

pertanto, intendersi esclusivamente finalizzati all'individuazione dei rapporti di cambio funzionali alla fusione in oggetto e non possono essere utilizzati per altre finalità.

L'approccio valutativo prescelto prevede l'impiego di una pluralità di metodi valutativi. Avuto riguardo alle caratteristiche distintive delle società coinvolte nell'operazione, nonché alla prassi valutativa relativa al settore bancario, i metodi di valutazione prescelti sono i seguenti:

- Dividend Discount Model ("DDM");
- Multipli di mercato;
- Quotazioni di Borsa.

Quale metodo di controllo è stato inoltre adottato il criterio dell'analisi di contribuzione.

L'approvazione dell'operazione in esame da parte delle assemblee straordinarie delle Banche darà luogo all'incorporazione di una società per azioni in una società cooperativa, con trasformazione della natura giuridica dell'incorporata e conseguente modificazione del suo statuto, in particolare per quanto concerne l'esercizio del diritto di voto. Di conseguenza, per tener conto delle differenze esistenti fra il valore delle azioni di una società a contendibilità limitata (società cooperativa) e il valore delle azioni di una società a controllo contendibile, è stato applicato un coefficiente di rettifica (il "Coefficiente Rettificativo") ai valori del rapporto di cambio stimati tramite criteri analitici (DDM e analisi di contribuzione).

Tale Coefficiente Rettificativo, definito in un intervallo compreso tra 1,25 e 1,35, è stato stimato quale differenziale fra i multipli impliciti nelle quotazioni di banche comparabili a Banca Lombarda, aventi natura giuridica di società per azioni, e quelli impliciti nelle quotazioni di banche comparabili a BPU Banca, aventi forma giuridica di società cooperative, al fine di identificare lo scarto di valore che il mercato attribuisce a entità che incorporano differenti aspettative di partecipazione a futuri processi di integrazione.

Non si è proceduto ad apportare rettifiche ai valori ottenuti con le metodologie di mercato (multipli di mercato e quotazioni di Borsa), in quanto tali metodi, alla luce dell'approccio seguito dagli Amministratori nella loro applicazione, già esprimono valori inclusivi del suddetto aggiustamento per il diverso grado di contendibilità delle società.

Di seguito si espongono i risultati derivanti dall'applicazione delle sopraccitate metodologie di valutazione.

### **Il metodo del Dividend Discount Model (DDM)**

Il metodo dei flussi di dividendo attualizzati (Dividend Discount Model o DDM) determina il valore economico di una banca come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale di previsione analitica, coerentemente al mantenimento di un adeguato livello di patrimonializzazione e (ii) del valore attuale del Valore Terminale (Terminal Value o TV), calcolato assumendo una crescita perpetua costante dei flussi di dividendo oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica. L'approccio adottato prescinde, quindi, dall'effettiva politica di distribuzione degli utili adottata dalla banca. Al fine di calcolare sia il patrimonio in eccesso/difetto, sia il flusso normalizzato economicamente sostenibile nel lungo termine, è stato fissato un livello minimo di Core Tier 1 Ratio del 7,0%. Tale obiettivo minimo è ritenuto necessario per garantire l'operatività e lo sviluppo di medio-lungo termine delle società oggetto di valutazione.

La metodologia del DDM – Excess Capital stima pertanto il valore del capitale economico di una banca sulla base della seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

- W rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;
- DIVa rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- VTa rappresenta il valore attuale del “Valore Terminale” della banca.

L'applicazione del DDM – Excess Capital si articola nelle seguenti fasi:

#### *1. Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento*

Ai fini della valutazione si è assunto come orizzonte temporale esplicito per la determinazione dei flussi il periodo 2006-2008 sulla base dei piani economico-finanziari di BPU Banca e Banca Lombarda comunicati al mercato; al fine di normalizzare gli utili delle due società si è ipotizzata una progressiva riduzione della crescita sino a raggiungere nel 2010 il tasso di crescita ipotizzato nel lungo termine (pari al 2,5%). Oltre il 2010 il valore di BPU Banca e Banca Lombarda è stato determinato mediante l'attualizzazione del Valore Terminale.

## 2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio, ed è stato calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model, secondo la seguente formula:

$$Ke = Rf + Beta \times (Rm - Rf)$$

dove:

- Rf “risk-free rate”, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (nel caso in oggetto si è scelto di adottare il rendimento del BTP decennale pari al 3,92%);
- Rm – Rf “market premium”, ovvero il premio per il rischio dell’investimento in azioni rispetto ad un investimento “risk-free”, quantificato pari al 5,5%;
- Beta è il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un’azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento, misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato. Tale parametro è stato identificato per entrambe le banche pari a 0,84.

Sulla base dei parametri sopra esposti si è identificato un costo del capitale pari a 8,54%.

## 3. Calcolo del Valore Terminale

Il Valore Terminale è stato calcolato sulla base della formula di Gordon:

$$\text{Valore Terminale} = \text{Dividendo sostenibile} / (Ke - g)$$

dove:

- g indica il tasso nominale di crescita sostenibile di lungo periodo, pari al 2,5% nominale;
- Ke indica il tasso di attualizzazione, rappresentato dal costo del capitale di rischio.

#### *4. Plusvalenza latente della partecipazione in Banca Intesa*

Nella valorizzazione di Banca Lombarda si è inoltre tenuto conto della plusvalenza latente sulla partecipazione in Banca Intesa che non sarebbe stata valorizzata attraverso il semplice sviluppo del metodo DDM. Sulla base dei principi contabili IAS/IFRS, infatti, la plusvalenza relativa al “mark to market” della partecipazione in Banca Intesa non viene contabilizzata quale utile di esercizio, ma contribuisce alla sola variazione della riserva di valutazione. Pertanto, tale plusvalenza, non concorrendo alla formazione né del patrimonio di base, né del patrimonio di vigilanza, in assenza di separata valorizzazione, non troverebbe adeguato riflesso nei flussi di cassa stimati per l'azionista.

#### **Il metodo dei multipli di mercato**

Il metodo dei multipli di mercato si realizza attraverso l'applicazione alle società oggetto di valutazione di una serie di rapporti tra la capitalizzazione di Borsa di società quotate comparabili ed alcuni parametri reddituali e patrimoniali ad esse relativi. Nell'ambito dei numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione di tale metodo, la scelta dei multipli avviene, nella prassi, in base alle caratteristiche del sistema in cui operano le società oggetto di valutazione e del campione in esame. Ai fini della determinazione del valore economico delle Banche sono stati utilizzati i multipli sul patrimonio netto e sull'utile netto atteso.

In considerazione del diverso profilo giuridico di Banca Lombarda e BPU Banca, si è ritenuto di identificare un campione di società comparabili differente per le due banche. In particolare per Banca Lombarda si è fatto riferimento a banche aventi natura di società per azioni caratterizzate da un elevato livello di contendibilità percepita e che sono state oggetto di recente speculazione in merito ad operazioni di aggregazione. Per BPU Banca è stato considerato un campione di banche comparabili aventi natura di società cooperativa.

#### **Il metodo delle quotazioni di Borsa**

Il metodo delle quotazioni di Borsa determina il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione espressa in base ai prezzi dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati. In particolare, il metodo delle quotazioni di Borsa è considerato rilevante per la valutazione di società quotate, nel caso in cui i volumi medi scambiati, come nel caso di Banca Lombarda e BPU Banca, siano significativi.

I prezzi di BPU Banca e Banca Lombarda sono stati considerati sino alla data del 10 novembre 2006, in quanto ultimo giorno di trading dei titoli BPU Banca e Banca Lombarda prima dell'annuncio della fusione. Successivamente a tale data i corsi dei

titoli sono stati evidentemente influenzati da tale annuncio e pertanto non sono rilevanti ai fini dell'analisi.

A partire dal mese di settembre 2006, il titolo Banca Lombarda ha registrato una significativa crescita del prezzo anche a seguito di indiscrezioni diffuse sul mercato sul possibile coinvolgimento di Banca Lombarda in operazioni di fusione o acquisizione, ed è presumibile che ciò abbia progressivamente determinato l'incorporazione nel prezzo del titolo dell'aspettativa di un'operazione di finanza straordinaria. Tale situazione ha consentito di riflettere appieno nel corso di Borsa del titolo Banca Lombarda, il valore della contendibilità empiricamente stimato attraverso il Coefficiente Rettificativo nell'ambito dell'applicazione del metodo DDM e della analisi di contribuzione.

### **Analisi di contribuzione (metodo di controllo)**

Il metodo della contribuzione individua il peso relativo delle società partecipanti alla fusione. Tale metodologia non è pertanto espressiva di valori assoluti, bensì di contributi relativi apportati da ciascuna società alla nuova entità risultante dall'aggregazione. Il criterio in oggetto, in particolare, si fonda sul confronto tra grandezze economico-patrimoniali-operative ritenute significative con riguardo alle aziende bancarie che procedono all'integrazione.

In termini applicativi, per ciascuna delle grandezze selezionate, si è identificato il valore per azione corrispondente, sulla base del quale, tenuto conto del Coefficiente Rettificativo descritto in precedenza, si è proceduto a determinare il rapporto di cambio implicito.

## **6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Nella stima dei valori economici di BPU Banca e di Banca Lombarda gli Amministratori non hanno incontrato difficoltà di valutazione diverse da quelle che normalmente rilevano nella stima dei capitali economici delle imprese, ad eccezione del fatto che in virtù della fusione in oggetto si ha il cambiamento dei diritti amministrativi degli azionisti Banca Lombarda, associata al passaggio da azionisti di una società per azioni ad una società cooperativa. Come illustrato nel precedente paragrafo, tale criticità valutativa è stata considerata attraverso l'applicazione del Coefficiente Rettificativo al rapporto di cambio.

## 7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

I valori per azione di BPU Banca e Banca Lombarda e i conseguenti rapporti di cambio determinati dagli Advisors sulla base dell'applicazione dei metodi in precedenza descritti e fatti propri dagli Amministratori sono riportati nella tabella che segue:

	Concambio minimo	Valore per azione		Concambio massimo	Valore per azione	
		Banca Lombarda	BPU Banca		Banca Lombarda	BPU Banca
DDM (Excess Capital)	<b>0,77*</b>	13,9	22,6	<b>0,83*</b>	15,6	25,2
Multipli di Mercato	<b>0,74</b>	16,7	22,5	<b>0,85</b>	15,6	18,4
Quotazioni di Borsa	<b>0,74</b>	16,0	21,7	<b>0,85</b>	17,8	20,9

\* nello sviluppo del DDM, i concambi minimo e massimo prima dell'applicazione del Coefficiente Rettificativo risultano rispettivamente in 0,61 e 0,62

Il metodo di controllo (analisi di contribuzione) ha condotto ad identificare un intervallo per il rapporto di cambio compreso tra 0,70 e 0,91 (prima dell'applicazione del Coefficiente Rettificativo pari, rispettivamente, a 0,56 e 0,67).

All'esito del processo valutativo descritto e del confronto ragionato fra i risultati ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, gli Amministratori, tenuto conto delle indicazioni fornite dagli Advisors, hanno fissato il seguente rapporto di cambio:

- 0,83 azioni ordinarie BPU Banca, del valore nominale di Euro 2,50, ogni azione ordinaria Banca Lombarda, del valore nominale di Euro 1.

## 8. Lavoro svolto

### 8.1. Lavoro svolto sulla "Documentazione utilizzata"

Gli interventi e le attività svolte sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 4, sono di seguito esposti.

- Abbiamo assoggettato a revisione contabile il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 di Banca Lombarda; il bilancio d'esercizio e consolidato alla stessa data di BPU Banca è stato assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG;
- abbiamo svolto la revisione contabile limitata della relazione trimestrale individuale e consolidata di Banca Lombarda al 30 settembre 2006; la revisione contabile limitata della relazione trimestrale consolidata alla stessa data di BPU Banca è stata svolta da KPMG;

- abbiamo esaminato gli esiti delle attività di due diligence amministrativo-contabile commissionate da Banca Lombarda su BPU Banca effettuate con l'assistenza professionale di Reconta Ernst & Young S.p.A., nonché della due diligence legale svolta con l'assistenza professionale degli studi D'Angelo e Pavesi, Gitti, Verzoni; abbiamo inoltre discusso gli esiti delle attività di due diligence commissionate da BPU Banca su Banca Lombarda, con la società di revisione KPMG e con il management di Banca Lombarda;
- abbiamo raccolto, attraverso discussioni con le direzioni delle Banche, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle situazioni patrimoniali utilizzate ai fini dell'operazione, fino alla data odierna, che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- per i piani economico-finanziari delle Banche relativi al periodo 2006-2008, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di situazione previsionale, abbiamo appreso, tramite discussione con la direzione di Banca Lombarda, i criteri utilizzati per la loro redazione;
- al fine di accertare che i dati e le informazioni concernenti le Banche, utilizzati dagli Amministratori di Banca Lombarda e dagli Advisors, per l'applicazione dei metodi di valutazione descritti in precedenza, fossero confrontabili, abbiamo appreso tramite discussione con la direzione delle Banche che, per la redazione del piano economico-finanziario 2006-2008 di BPU Banca, sono stati applicati scenari macroeconomici e formulate, ove ritenuto ragionevole, assunzioni coerenti con quelle utilizzate per la stesura del piano economico-finanziario di Banca Lombarda;
- abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Banca Lombarda, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, dalla data del Consiglio di Amministrazione delle Banche del 12 dicembre 2006 sino alla data odierna, tali da influenzare il rapporto di cambio determinato;
- analoga attestazione è stata ottenuta da KPMG dalla direzione di BPU Banca.

## 8.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il progetto di fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice Civile e la relazioni del Consiglio di Amministrazione di Banca Lombarda;
- esaminato le relazioni degli Advisors di Banca Lombarda;

- esaminato gli statuti sociali di BPU Banca e Banca Lombarda, nonché la sintesi delle principali caratteristiche del nuovo testo statutario della banca incorporante a seguito della fusione;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dagli Amministratori di Banca Lombarda e dagli Advisors riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Amministratori di Banca Lombarda e dagli Advisors ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle due banche coinvolte nell'operazione di fusione;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dagli Advisors;
- svolto una sensitivity analysis con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "Documentazione utilizzata";
- analizzato e discusso con la Direzione di Banca Lombarda e gli Advisors relativamente al lavoro complessivamente da noi svolto ed alle risultanze dello stesso;
- verificato la correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione del rapporto di cambio effettuata dagli Amministratori e dagli Advisors;
- discusso con KPMG circa il lavoro svolto sull'analoga documentazione relativa a BPU Banca e sull'approccio valutativo e sulle metodologie adottate dal consulente di BPU Banca;
- ottenuto un'attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Banca Lombarda, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio.

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

Riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole Banche oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione dei rapporti di cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione dei rapporti di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del

valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, sui metodi di valutazione adottati sono le seguenti:

- I metodi adottati per la valutazione delle Banche sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore bancario e presentano consolidate basi dottrinali ed applicative nazionali ed internazionali. La relazione degli Amministratori descrive ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione;
- La scelta dei criteri valutativi ha privilegiato metodi che consentissero di tenere conto degli elementi caratteristici delle Banche oggetto di valutazione e di esprimere, nel contempo, valori comparabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio;
- Lo sviluppo di una pluralità di metodi e la complementarietà dei criteri adottati, ha consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti, sottoponendo a verifica sostanziale il rapporto di cambio individuato;
- Le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle Banche;
- Nel processo valutativo gli Amministratori hanno tenuto conto del differenziale di valore attribuibile ad azioni caratterizzate da differenti livelli di contendibilità del controllo. Con particolare riferimento allo sviluppo dei metodi analitici (DDM e analisi di contribuzione), il rapporto di cambio è stato stimato applicando un fattore di rettifica definito su basi empiriche.

#### **10. Limiti e difficoltà incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico**

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- *Stima del Coefficiente Rettificativo.* Ai valori del rapporto di cambio determinati attraverso l'applicazione di criteri analitici (DDM e analisi della contribuzione) è stato applicato un fattore di rettifica dovuto alla diversa natura giuridica delle banche, caratterizzate da un diverso livello di contendibilità. Tale rettifica è stata calcolata sulla base di valutazioni, stime ed analisi empiriche che per loro natura presentano profili di incertezza e variabilità.
- *Utilizzo dei dati previsionali.* Ai fini della presente stima sono stati impiegati dati previsionali tratti dalle proiezioni economico-patrimoniali predisposte per i periodi 2006-2008. Tali dati per loro natura presentano profili di incertezza.

- *Prezzi di Borsa.* Nell'applicazione del metodo dei Multipli di Mercato e delle Quotazioni di Borsa sono stati utilizzati prezzi di borsa, soggetti, per loro natura, a fluttuazioni anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati. Tali fluttuazioni risultano tuttavia stemperate mediante l'utilizzo di quotazioni medie di mercato su orizzonti temporali sufficientemente ampi.

## 11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di cambio, contenuto nel progetto di fusione, pari a:

- **0,83 azioni ordinarie BPU Banca, del valore nominale di Euro 2,50, per ogni azione ordinaria Banca Lombarda, del valore nominale di Euro 1,00.**

Brescia, 25 gennaio 2007

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Egidio Tempini  
(Socio)

