



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**

KPMG S.p.A.
24 gennaio 2007



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Piazzale della Repubblica, 4
24122 BERGAMO BG

Telefono 035 240218
Telefax 035 240220
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it

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 accentrato 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'analogha 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.

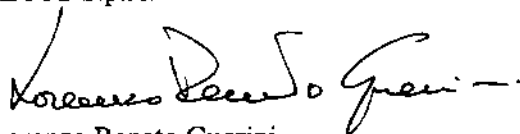
Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del rapporto di cambio.

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