

**14) RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO  
REDATTA PER BPU DA MORGAN STANLEY INTERNATIONAL  
BANK S.A.**

---



## Banche Popolari Unite S.C.p.A.

12 dicembre 2006

---

**Relazione per il Consiglio di Amministrazione di Banche Popolari Unite S.C.p.A. inerente la determinazione del Rapporto di Cambio per l'operazione di fusione per incorporazione di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. in Banche Popolari Unite S.C.p.A.**

# Indice

	Pagina
Indice	2
<b>1. Introduzione</b>	
1.1 Premessa e finalità del lavoro svolto	4
1.2 Ipotesi e limiti dell'analisi	5
1.3 Documentazione utilizzata	6
<b>2. Descrizione dell'operazione</b>	
2.1 Descrizione dei soggetti coinvolti	9
2.2 Descrizione dell'operazione	10
<b>3. Individuazione delle metodologie di valutazione</b>	
3.1 Premessa e obiettivi della valutazione	13
3.2 Metodologie adottate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio per la Fusione	14
3.3 Ulteriori considerazioni	16
3.4 Principali difficoltà e limiti di valutazione	18
<b>4. La valutazione di BPU</b>	
4.1 Metodo del Dividend Discount Model	20
4.2 Metodo del Warranted Equity Method	24
4.3 Metodo dei multipli di mercato	26
<b>5. La valutazione di Banca Lombarda</b>	
5.1 Omogeneità della valutazione	30
5.2 Partecipazione in Banca Intesa	31
5.3 Metodo del Dividend Discount Model ("DDM")	32
5.4 Metodo del Warranted Equity Method	34
5.5 Metodo dei multipli di mercato	35
<b>6. Il Rapporto di Cambio</b>	
6.1 Il Rapporto di Cambio	37
<b>7. Il confronto con i valori espressi dal mercato</b>	
7.1 Il confronto con i valori espressi dal mercato	39
<b>8. Conclusioni</b>	
8.1 Conclusioni	42

**Sezione 1**

**Introduzione**

---

---

## 1.1 Premessa e finalità del lavoro svolto

### **Premessa**

In data 13 novembre 2006, i Consigli di Amministrazione di Banche Popolari Unite S.C.p.A. (“BPU” o la “Banca”) e Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. (“Banca Lombarda”) (di seguito anche congiuntamente, le “Banche”) hanno approvato le linee generali del progetto di fusione per incorporazione di Banca Lombarda in BPU, con assegnazione di nuove azioni ordinarie BPU agli azionisti di Banca Lombarda (la “Fusione”).

Morgan Stanley Bank International Limited (“Morgan Stanley”) è stata incaricata dal Consiglio di Amministrazione di BPU di fornire un parere di congruità in merito al rapporto di cambio relativo alla suddetta operazione (il “Rapporto di Cambio”). Nell’ambito di tale incarico, Morgan Stanley ha presentato al Consiglio di Amministrazione di BPU le principali risultanze del processo valutativo svolto.

Morgan Stanley svolge la funzione di consulente finanziario di BPU in relazione alla Fusione.

### **Finalità del lavoro svolto**

La presente relazione (la “Relazione”) è stata redatta ad uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione di BPU al fine di fornire elementi di valutazione utili alla determinazione del Rapporto di Cambio. La Relazione non è richiesta dalla normativa applicabile all’operazione di cui sopra e costituisce uno degli elementi che il Consiglio stesso può liberamente valutare nell’assumere le proprie determinazioni relativamente al Rapporto di Cambio da includere nel progetto di fusione da sottoporre all’approvazione dell’Assemblea degli azionisti.

## 1.2 Ipotesi e limiti dell'analisi

I risultati ai quali Morgan Stanley è pervenuta vanno interpretati alla luce delle seguenti principali ipotesi e limiti:

- Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella presente Relazione; pertanto, nessuna sua parte potrà essere utilizzata disgiuntamente, sia in forma integrale o sintetica, rispetto alla Relazione nella sua interezza. Morgan Stanley non assume, inoltre, alcuna responsabilità diretta o indiretta per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni ivi contenute;
- I risultati indicati nella Relazione vanno intesi solo ed esclusivamente in funzione della determinazione del Rapporto di Cambio e non potranno essere considerati rappresentativi:
  - Di una valutazione *stand-alone* di ciascuna delle Banche o dei prezzi ai quali il titolo BPU e/o il titolo Banca Lombarda possano o potranno essere oggetto di negoziazione sui mercati regolamentati;
  - Del valore realizzabile nell'ambito di un'operazione di cessione avente per oggetto una delle attività o società singolarmente considerate.

La Relazione non deve essere intesa da alcun azionista di BPU come una raccomandazione relativa all'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea. Inoltre, nessuno, ad eccezione dei membri del Consiglio di Amministrazione, è autorizzato a fare affidamento sulla presente Relazione o parte di essa.

Morgan Stanley non assume alcuna responsabilità in merito alle informazioni poste a base delle valutazioni contenute in questa Relazione, né in relazione alla loro accuratezza o completezza o alle eventuali conseguenze dannose derivanti a soggetti che abbiano fatto affidamento su qualsiasi affermazione, conclusione od opinione contenuta in questa Relazione. Infine, nulla di quanto rappresentato nel presente documento può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei futuri risultati economici, finanziari e patrimoniali di ciascuna Banca o del Gruppo.

### 1.3 Documentazione utilizzata

In ordine allo svolgimento dell'incarico e alla redazione della Relazione, Morgan Stanley ha acquisito ed esaminato i seguenti elementi contabili e informativi:

- Gli statuti vigenti di BPU e di Banca Lombarda;
- I bilanci civilistici e consolidati di BPU e di 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 di certificazione;
- Le relazioni semestrali civilistiche e consolidate di BPU e di 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 civilistiche e consolidate di BPU e di Banca Lombarda al 30 settembre 2006, approvate dagli organi competenti e complete delle relazioni sulla gestione;
- I piani economico-patrimoniali consolidati di BPU e di Banca Lombarda relativi al periodo 2006–2009 e 2006-2008 rispettivamente, predisposti dal *management* delle Banche e presentati alla comunità finanziaria rispettivamente in data 14 dicembre 2005 e 21 marzo 2006 (di seguito, i “Business Plan”);
- Altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal *management* delle Banche, anche per il tramite dei loro consulenti;
- Le informazioni di pubblico dominio relative a BPU e a Banca Lombarda e ritenute rilevanti ai fini delle analisi, quali quelle concernenti le quotazioni di Borsa delle Banche e di un campione di aziende bancarie quotate ritenute comparabili (si vedano i Paragrafi 4.3 e 5.5).

Nella predisposizione della Relazione, inoltre, Morgan Stanley ha assunto che:

- Tutte le informazioni, i dati, le dichiarazioni e le relazioni, di natura finanziaria o di altra natura, forniti o analizzati o discussi con Morgan Stanley dal *management* di BPU e di Banca Lombarda siano veri e completi, senza alcuna verifica, accertamento e/o analisi indipendente da parte di Morgan Stanley;
- Le proiezioni economico-patrimoniali siano state formulate secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni ad oggi a



### 1.3 Documentazione utilizzata (Continua)

disposizione del *management* o, a seconda del caso, degli analisti finanziari, in merito alle *performance* future di BPU e di Banca Lombarda;

- Nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non sia stata fornita a Morgan Stanley;
- La valutazione dell'attivo e del passivo fornita a Morgan Stanley, che non ha condotto alcuna valutazione o perizia delle attività e passività di BPU e di Banca Lombarda, sia congrua e ragionevole;
- La Fusione sarà realizzata in conformità alle condizioni ad oggi concordate, senza rinunce, modifiche o ritardi con riguardo ai termini e alle condizioni stipulate;
- Tutte le autorizzazioni necessarie per il completamento dell'operazione siano ottenute senza alcun effetto negativo di rilievo su BPU, su Banca Lombarda e/o sulla Fusione.

Morgan Stanley non si assume, pertanto, alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni utilizzate, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo.

Abbiamo inoltre appreso che i risultati della *due diligence* non hanno evidenziato elementi tali da comportare revisioni del Rapporto di Cambio concordato tra le parti.

**Sezione 2**

Descrizione dell'operazione

---

---

## 2.1 Descrizione dei soggetti coinvolti

Le Banche oggetto della Fusione sono le seguenti:

- Banche Popolari Unite S.C.p.A., società con sede legale e direzione generale in Bergamo, piazza Vittorio Veneto n. 8, capitale sociale Euro 861.134.525, interamente versato, diviso in n. 344.482.684 azioni del valore nominale di Euro 2,50 ciascuna;
- Banca Lombarda e Piemontese S.p.A., società con sede legale e direzione in Brescia, via Cefalonia n. 74, capitale sociale Euro 355.015.926, interamente versato<sup>1</sup>, suddiviso in n. 355.015.926 azioni del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna.

**Notes**

<sup>1</sup> Ivi incluse 9.416 azioni corrispondenti a opzioni esercitabili dal *management* nel periodo 1 dicembre 2006 - 31 dicembre 2006. Il prezzo di esercizio è pari a €9,546 per azione

## 2.2 Descrizione dell'operazione

Il Consiglio di Amministrazione di BPU, che si riunirà a Bergamo in data 12 dicembre 2006, avrà all'Ordine del Giorno l'esame e l'approvazione del progetto di Fusione per incorporazione di Banca Lombarda in BPU; è inoltre prevista la convocazione dell'Assemblea per l'esame e l'approvazione del progetto da parte degli azionisti. Le linee generali di tale progetto, inclusa una proposta di Rapporto di Cambio, sono state approvate nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione tenutasi a Bergamo in data 13 novembre 2006.

Si prevede che la Fusione per incorporazione di Banca Lombarda in BPU sia realizzata mediante concambio in azioni ordinarie BPU delle azioni detenute dagli azionisti di Banca Lombarda e l'annullamento di tutte le azioni Banca Lombarda in circolazione.

Ai sensi dell'art. 2437 c.c., inoltre, l'attuazione della Fusione darà diritto agli azionisti di Banca Lombarda che non abbiano espresso voto favorevole all'approvazione del relativo progetto di fusione in sede assembleare, di recedere per tutte o parte delle loro azioni. In tale ipotesi, Banca Lombarda sarà tenuta a corrispondere agli azionisti che avessero esercitato tale diritto un corrispettivo unitario in contanti determinato sulla base della media aritmetica dei prezzi di chiusura dell'azione ordinaria di Banca Lombarda nei sei mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea Straordinaria di Banca Lombarda chiamata a deliberare la Fusione. Sotto questo profilo, l'accordo riguardo la Fusione, come approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 13 novembre, prevede che l'efficacia della Fusione sia subordinata all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di Banca Lombarda per una percentuale del capitale sociale inferiore al 10%. Le parti, di comune accordo, potranno decidere di rinunciare all'applicazione di tale condizione.

Le azioni ordinarie BPU sono - e rimarranno all'esito della Fusione - quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

L'operazione, come presentata in data 14 novembre 2006, consentirà al gruppo bancario risultante dalla Fusione di beneficiare di sinergie derivanti da minori costi e ricavi addizionali.

In particolare, si ritiene che l'ottimizzazione della consistenza degli organici nelle aree infrastrutturali, l'unificazione delle piattaforme IT, il contenimento delle spese amministrative, la valorizzazione delle società prodotte e la valorizzazione delle *best practice* interne, indichino un notevole potenziale sinergico.

## 2.2 Descrizione dell'operazione (Continua)

Le sinergie lorde stimate a regime sono pari a 365 milioni di Euro annui, di cui circa 225 milioni di Euro da minori costi e circa 140 milioni di Euro da maggiori ricavi. Il raggiungimento della situazione a "regime" è previsto entro il 2010, con oltre il 90% delle sinergie conseguibili entro il 2009. Gli oneri di integrazione lordi previsti sono stati prudenzialmente quantificati in circa 380 milioni di Euro, di cui 360 milioni di Euro spesi in conto economico nel 2007 e 20 milioni di Euro portati ad incremento dell'avviamento.

Sulla base di quanto annunciato da BPU, il potenziale di creazione di valore risulterebbe nell'ordine di oltre 2,3 miliardi di Euro al netto degli oneri di integrazione.

**Sezione 3**

Individuazione delle metodologie di  
valutazione

---

---

### 3.1 Premessa e obiettivi della valutazione

La valutazione di BPU e Banca Lombarda - in linea con la prassi di mercato - è stata condotta sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle Banche, autonomamente considerate, senza tenere conto di potenziali sinergie derivanti dall'aggregazione (valori *stand-alone*).

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione viene effettuata in base alle caratteristiche delle società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa.

In generale, il principio base delle valutazioni ai fini di operazioni di fusione e scissione consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima selezionati. Tale principio si traduce nella selezione dei criteri e metodi che rispondono ad una medesima logica valutativa e risultano più appropriati per le società oggetto di valutazione - tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano - al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del Rapporto di Cambio.

I risultati derivanti dall'applicazione di tali metodologie riflettono le variazioni riscontrate nelle condizioni prevalenti nei mercati finanziari e di riferimento, nella situazione economico-finanziaria e nelle prospettive delle società in oggetto o delle società confrontabili, ed in altri fattori in grado di influenzare i corsi azionari e debbono essere intesi come soggetti a tali variazioni. Tali fattori sono particolarmente difficili da prevedere, pertanto le valutazioni possono modificarsi significativamente nel corso del tempo.

Inoltre, l'applicazione di tali metodologie valutative, analiticamente descritte di seguito, ha subito gli adattamenti da noi ritenuti più idonei a riflettere le caratteristiche del progetto e le peculiarità delle società coinvolte.

Il processo valutativo strutturalmente comporta l'utilizzo di ipotesi a fini di calcolo. Morgan Stanley ha verificato la sensibilità dei risultati ottenuti alle ipotesi che ne sono la base in corrispondenza di ciascun metodo valutativo utilizzato tramite il ricorso ad analisi di sensitività. Gli intervalli di valori considerati per i metodi economico-analitici quali il *Dividend Discount Model* ed il *Warranted Equity Method* derivano dall'utilizzo di tale analisi di sensitività.

## 3.2 Metodologie adottate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio per la Fusione

La dottrina e la prassi hanno elaborato una pluralità di criteri, fra i quali il valutatore di volta in volta compone le proprie scelte, in funzione, a titolo di esempio, della tipologia dell'impresa da sottoporre a stima (industriale, commerciale, assicurativa, bancaria, e così via) o delle finalità della stima (ad esempio, in occasione di operazioni di finanza straordinaria oppure ai fini dell'acquisizione o cessione di un'azienda).

Con riguardo ai criteri di stima di più diffusa applicazione, da un lato l'accademia e la prassi professionale sono concordi nel privilegiare il riferimento a metodologie valutative di carattere analitico, dall'altro gli operatori finanziari concordano invece nell'attribuire prevalente validità ai valori rilevati dal mercato, così propendendo per valutazioni che tengano anche conto degli specifici soggetti interessati dall'operazione e dalle condizioni contingenti in cui si svolgono le negoziazioni.

Tale diverso approccio è rilevabile nella distinzione che viene solitamente fatta tra criteri e metodi di stima "analitici", da un lato, e metodo empirici "di mercato", dall'altro, i quali, rispettivamente, danno luogo a valutazioni "assolute", vale a dire basate su modelli e formule, e a valutazioni "relative", basate invece su multipli di valore dedotti appunto dal mercato.

Alla luce di tali considerazioni, e tenendo conto delle caratteristiche "qualitative" delle Banche e della prassi valutativa relativa ad operazioni simili in Italia ed all'estero, le metodologie di valutazione prescelte da Morgan Stanley per l'elaborazione della presente Relazione sono le seguenti:

- Metodi di stima "analitici":
  - *Dividend Discount Model* nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital*;
  - *Warranted Equity Method*;
- Metodi di stima "di mercato":
  - Multipli di Mercato.

Inoltre, per entrambe le Banche, quale metodo di controllo i risultati ottenuti sono stati confrontati con l'andamento dei corsi azionari al momento dell'operazione e nell'intervallo temporale ad essa precedente ("metodo delle quotazioni di Borsa").



### 3.2 Metodologie adottate ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio per la Fusione (Continua)

Si è preferito non considerare tra i metodi “principali” il metodo delle quotazioni di Borsa (i cui risultati non sono stati quindi inclusi nella composizione del Rapporto di Cambio) al fine di evitare che possibili elementi speculativi intervenuti nel periodo recente potessero influenzare la determinazione dell’Intervallo del Rapporto di Cambio.

Le metodologie prescelte, pur rappresentando criteri riconosciuti ed utilizzati dalla prassi internazionale, non devono essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L’analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri, comporta, infatti, la perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

### 3.3 Ulteriori considerazioni

Le Banche coinvolte nella Fusione hanno differente forma giuridica. BPU è infatti una Società Cooperativa per Azioni ed appartiene quindi alla categoria delle così dette banche popolari (“Popolari”), mentre Banca Lombarda è una Società per Azioni. La Fusione, come presentata in data 13 novembre 2006, comporta che, nell’ambito dell’incorporazione di una società per azioni in una Popolare, gli azionisti di Banca Lombarda ricevano azioni BPU in cambio delle azioni Banca Lombarda possedute.

Ai fini della presente Relazione, rileva che le teorie finanziarie sono concordi nell’attribuire il valore di un’azione ordinaria ad un complesso di diritti di tipo patrimoniale ed amministrativo. In quest’ottica l’azionista di una Popolare risulta naturalmente privo di determinati diritti amministrativi, nella fattispecie e in particolare il “Diritto al Controllo”, se in possesso di una rilevante quota del capitale sociale. Infatti, a norma dell’articolo 30 del Testo Unico Bancario, nelle Popolari, nell’ambito dell’assemblea degli azionisti, ogni socio registrato ha diritto ad un unico voto indipendentemente dalla quantità di azioni possedute (che comunque non può eccedere lo 0,5% del capitale sociale).

Di conseguenza, per tener conto, ai fini della presente Relazione, del diverso valore attribuibile ad azioni caratterizzate da differenti livelli di appetibilità strategica legata alla contendibilità del controllo, si è ritenuto opportuno applicare ai valori del rapporto di cambio stimati tramite i metodi “analitici” un fattore di rettifica (di seguito, il “Fattore di Rettifica”) espressione della differenza esistente tra il valore delle azioni di una società a controllo non contendibile, ovvero a contendibilità limitata, e il valore delle azioni di una società a controllo contendibile. Nello specifico, i Rapporti di Cambio desunti tramite i metodi “analitici” sono stati corretti per il Fattore di Rettifica secondo la formula:

$$\text{Rapporto di Cambio} = \frac{\text{Valore per azione di BL}}{\text{Valore per azione di BPU}} \times \text{Fattore di Rettifica}$$

Al fine della stima del Fattore di Rettifica, Morgan Stanley ha analizzato il 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

### 3.3 Ulteriori considerazioni (Continua)

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 valore del Fattore di Rettifica compreso tra 1,31 ed 1,37.

Il Fattore di Rettifica non è stato applicato ai metodi “di mercato” in quanto, per effetto della selezione di società comparabili aventi *status* giuridico rispettivamente di Società per Azioni per Banca Lombarda e di Società Cooperativa per BPU, già teoricamente inclusivi dell’aggiustamento sopra citato.

### 3.4 Principali difficoltà e limiti di valutazione

L'art. 2501-*quinquies* c.c. richiede che le “eventuali difficoltà di valutazione” incontrate nel corso del processo valutativo finalizzato alla stima del Rapporto di Cambio siano segnalate dagli amministratori delle società partecipanti alla Fusione.

Si sintetizzano di seguito le principali difficoltà incontrate nel processo di stima e i limiti delle valutazioni effettuate:

- Utilizzo di dati previsionali: ai fini della presente Relazione sono stati impiegati dati revisionali tratti dai Business Plan, che per loro natura presentano profili di incertezza e di potenziale disomogeneità in termini relativi;
- Stima del Fattore di Rettifica: ai valori del rapporto di cambio determinati tramite applicazione dei metodi “analitici” (*Dividend Discount Model* e *Warranted Equity Method*) è stato applicato, ai fini dell’analisi di congruità del Rapporto di Cambio, un Fattore di Rettifica riconducibile alla diversa natura giuridica delle Banche partecipanti alla Fusione (cfr. paragrafo 3.3). Tale “aggiustamento” è stato calcolato sulla base di stime e di analisi empiriche che, per loro natura, presentano profili di incertezza e di variabilità;
- Criteri di valutazione: le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati.

**Sezione 4**

La valutazione di BPU

---

---

## 4.1 Metodo del *Dividend Discount Model*

### 4.1.1 Descrizione e applicazione del metodo

Il metodo del *Dividend Discount Model* (“DDM”), nella variante dell’*Excess Capital*, 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 (come nel seguito definito); 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.

Si è preferito il criterio del DDM nella sua variante *Excess Capital* rispetto al DDM puro (che attualizza i flussi distribuibili sulla base della politica di dividendi perseguita dall’azienda), in quanto si ritiene che tale variante meglio si presti alla valorizzazione di banche, tenuto conto della regolamentazione in materia di coefficienti patrimoniali. Tale variante, inoltre, prescinde dalla politica di distribuzione dei dividendi annunciata o storicamente perseguita dalla società che potrebbe variare anche alla luce del progetto in essere.

La metodologia del DDM - *Excess Capital* stima pertanto il valore del capitale economico di una banca pari alla seguente formula:

$$W = DIV_a + VT_a$$

dove:

- W rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;
- DIV<sub>a</sub> rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- VT<sub>a</sub> rappresenta il valore attuale del Valore Terminale della banca.

L’applicazione del DDM – *Excess Capital* si articola nelle seguenti tre fasi:

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

Ai fini della presente valutazione si è assunto un orizzonte temporale esplicito per la determinazione dei flussi di cassa, oltre il quale il valore delle società

## 4.1 Metodo del Dividend Discount Model (Continua)

oggetto di valutazione è stato determinato mediante l'attualizzazione del Valore Terminale.

Ai fini della stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per 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%.

### 2. Determinazione del tasso di attualizzazione

Il 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 ( $K_e$ ), ed è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

$R_f$  rappresenta il "*risk-free rate*", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (nel caso in oggetto si è scelto di adottare un valore pari alla media degli ultimi due anni del tasso Euro Swap a 30 anni, vale a dire il 4,1%);

$R_m - R_f$  rappresenta il "*market premium*", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "*risk-free*", quantificato in 4,5%, in linea con la prassi valutativa;

$\beta$  rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione (in particolare, delle azioni rappresentative il capitale sociale della società oggetto di valutazione e di società similari) ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il  $\beta$  applicato è stato pari a 1,09, valore previsivo ricavato da un campione di società comparabili.

Dall'applicazione della metodologia esposta si ottiene un tasso di attualizzazione stimato pari a 9,0%. Il medesimo Costo del Capitale è stato utilizzato per entrambe le Banche.

### 3. Calcolo del Valore Terminale

Per il calcolo del Valore Terminale è stata utilizzata la formula del *Perpetual Dividend Growth*. A fini di controllo dei risultati raggiunti, il Valore

## 4.1 Metodo del Dividend Discount Model (Continua)

Terminale è stato calcolato anche tramite il metodo del multiplo del Patrimonio Netto Terminale.

### a) *Perpetual Dividend Growth*

Secondo tale formula il Valore Terminale è calcolato sulla base di un multiplo dei dividendi distribuibili, come risulta al termine della Fase 2. Tale multiplo tiene in considerazione il Costo del Capitale ( $K_e$ ) ed il tasso di crescita ( $g$ ), secondo la seguente formula:

$$\text{Valore Terminale} = \frac{\text{Ultimo Dividendo Esplicito} \times (1 + g)}{(K_e - g)}$$

dove:

$g$  indica il tasso nominale di crescita sostenibile (“Tasso di Crescita Sostenibile”) di lungo periodo ed è stato calcolato considerando stime del tasso di crescita reale e dell’inflazione. Morgan Stanley ha utilizzato un Tasso di Crescita Sostenibile pari al 2,5% sia per BPU che per BL;

$K_e$  indica il tasso di attualizzazione rappresentato dal costo dei mezzi propri (Costo del Capitale), come calcolato nel precedente Paragrafo.

### b) **Multiplo del Patrimonio Netto Terminale**

Il Valore Terminale è stato, a fini di controllo, calcolato anche applicando al valore del Patrimonio Netto Terminale, il multiplo ricavato sulla base del *Gordon Growth Model* (vedi Paragrafo 4.2). Tale metodo viene solitamente usato come verifica della stima del Valore Terminale calcolato secondo le metodologie suddette.

#### 4.1.2. Sintesi dei risultati

Sulla base dell’applicazione del metodo del DDM per la stima della valutazione di BPU, si sono ottenuti valori per azione compresi indicativamente nell’intervallo €25,5 - €28,0.



## 4.1 Metodo del Dividend Discount Model (Continua)

Banche Popolari Unite		
Metodo del <i>Dividend Discount Model</i>		
	Minimo	Massimo
Valore per azione (€)	25,5	28,0
Valore complessivo (€ mln)	8.772	9.651

Nella tavola che segue riassumiamo i risultati dell'analisi di sensitività dei valori ottenuti con il DDM al variare di Costo del Capitale e Tasso di Crescita Sostenibile di lungo periodo.

DDM						
€ per azione						
		Costo del capitale				
		8,750%	8,875%	9,000%	9,125%	9,250%
Crescita sostenibile	2,250%	27,3	26,8	26,3	25,9	25,5
	2,375%	27,5	27,0	26,5	26,0	25,6
	2,500%	27,6	27,1	26,6	26,2	25,7
	2,625%	27,8	27,3	26,8	26,3	25,9
	2,750%	28,0	27,5	27,0	26,5	26,0

## 4.2 Metodo del *Warranted Equity Method*

### 4.2.1. Descrizione e applicazione del metodo

Secondo la metodologia del *Warranted Equity Method* (“WEM”, a cui ci si riferisce talora anche in termini di *Gordon Growth Model*), il valore (W) di una banca può essere determinato sulla base della relazione tra:

- Redditività futura stimata (espressa dal ROE - *Return On Equity* -) sostenibile dalla banca nel lungo periodo;
- Tasso di Crescita Sostenibile (g) degli utili della banca nel lungo termine; il valore utilizzato coincide con quello utilizzato per il metodo del *Dividend Discount Model* (si veda il Paragrafo 4.1);
- Costo del Capitale ( $K_e$ ), tasso di rendimento richiesto per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio; il valore utilizzato coincide con quello utilizzato per il metodo del *Dividend Discount Model* (si veda il Paragrafo 4.1)

La relazione tra questi tre fattori è espressa sulla base della formula della crescita perpetua dei dividendi, la quale fa sì che l’impatto della redditività netta di una banca (in termini di ROE) sulla valutazione venga moltiplicato dalla crescita stimata:

$$\frac{W}{\text{Patrimonio Netto}} = \frac{(\text{ROE} - g)}{(K_e - g)}$$

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità del valore ottenuto rispetto ai parametri valutativi utilizzati sono state effettuate analisi di sensitività in relazione al Costo del Capitale ( $K_e$ ), al Tasso di Crescita Sostenibile di lungo periodo (g) ed al ROE normalizzato.

Peraltro, è opportuno specificare che il patrimonio netto cui la formula del WEM fa riferimento rappresenta un patrimonio netto normalizzato, ovvero necessario a mantenere una capitalizzazione adeguata allo svolgimento delle normali attività di business. L’*Excess Capital* viene invece valutato ad un multiplo unitario del valore contabile, rappresentando capitale potenzialmente distribuibile agli azionisti.

### 4.2.2. Sintesi dei risultati

L’applicazione del metodo del WEM per la stima della valutazione di BPU, conduce a valori per azione compresi nell’intervallo €23,6 - €27,3.

## 4.2 Metodo del Warranted Equity Method (Continua)

Banche Popolari Unite Metodo del <i>Warranted Equity Method</i>		
	Minimo	Massimo
Valore per azione (€)	23,6	27,3
Valore complessivo (€ mln)	8.138	9.400

Il *range* sopra mostrato è costruito sulla base della seguente tabella di sensitività:

<i>Warranted Equity Method</i>							
Patrimonio netto contabile							
Costo del capitale (%)	RoE sostenibile (%)	Crescita di lungo periodo					
		2,25%		2,50%		2,75%	
		Valore (€mln)	VpA (€)	Valore (€mln)	VpA (€)	Valore (€mln)	VpA (€)
8,75%	12,9%	8.720	25,3	8.846	25,7	8.983	26,1
	13,1%	8.912	25,9	9.046	26,3	9.191	26,7
	13,4%	9.105	26,4	9.246	26,8	9.400	27,3
9,00%	12,9%	8.418	24,4	8.528	24,8	8.646	25,1
	13,1%	8.603	25,0	8.720	25,3	8.846	25,7
	13,4%	8.788	25,5	8.912	25,9	9.046	26,3
9,25%	12,9%	8.138	23,6	8.233	23,9	8.335	24,2
	13,1%	8.316	24,1	8.418	24,4	8.528	24,8
	13,4%	8.495	24,7	8.603	25,0	8.720	25,3

## 4.3 Metodo dei multipli di mercato

### 4.3.1. Descrizione e applicazione del metodo

Il metodo dei Multipli di Mercato è basato sull'analisi dei corsi azionari di un campione di banche comparabili a quelle oggetto di valutazione. In un mercato efficiente e in assenza di spinte speculative, i corsi azionari riflettono, infatti, le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili futuri delle società ed il grado di rischio e volatilità ad esso associato.

Per l'applicazione del metodo sono calcolati una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di società confrontabili selezionate - fra la quotazione di mercato ed alcuni parametri significativi (solitamente i multipli sono calcolati sulla base di utili netti attesi e patrimonio netto atteso). I rapporti medi così ottenuti vengono quindi applicati ai valori di patrimonio netto e utili netti attesi come espressi nel Business Plan della società oggetto di valutazione al fine di ottenere il valore teorico attribuitole dal mercato.

Come da prassi internazionale, i multipli applicati sono multipli *leading*, vale a dire basati su valori attesi. Questa scelta valutativa deriva dalla constatazione che il valore di mercato di un bene, nel caso in oggetto di una banca, è legato alla sua capacità di generazione di redditività futura per l'investitore.

Ai fini della presente valutazione, abbiamo fatto riferimento al rapporto "valore di mercato/utile netto atteso" (P/UN) e al "valore di mercato/patrimonio netto" (P/PN). In relazione a quest'ultimo rapporto, vengono spesso effettuate analisi per mediare i valori di mercato con un'analisi della redditività del patrimonio netto (ROAE - *Return on Average Equity*), sia per le società del campione sia per la società oggetto di valutazione (cosiddetta Retta di Regressione). In questo caso, però, si è constatato che al contrario di quanto avviene per gli istituti di maggiori dimensioni, la valutazione di Borsa di banche regionali non è sufficientemente correlata al loro ROE. Infatti, l'analisi della relazione tra P/PN delle banche selezionate ed il loro ROE presenta un coefficiente di correlazione negativo od inferiore al 30%. Si è deciso dunque di non applicare l'approccio della Retta di Regressione ai multipli del Patrimonio Netto.

Il campione di riferimento è stato selezionato in funzione delle specificità del posizionamento competitivo di BPU. È stato identificato un campione di banche italiane comparabili in termini dimensionali, di diffusione territoriale e di forma societaria cooperativa. BPU è stata dunque raffrontata a Banco

### 4.3 Metodo dei multipli di mercato (Continua)

Popolare di Verona e Novara, Banca Popolare di Milano e Credito Valtellinese.

È stato altresì verificato che i titoli delle banche selezionate presentassero volumi di negoziazione regolari e che quindi potessero esprimere quotazioni significative. Come da prassi, la liquidità dei titoli delle società comparabili selezionate è stata verificata tramite il valore del rapporto di *turnover*, vale a dire il rapporto tra controvalore complessivo degli scambi di una società su base annua e la sua capitalizzazione media di mercato.

I dati utilizzati si riferiscono al periodo gennaio 2006 - ottobre 2006, come diffusi da Borsa Italiana. La tabella che segue riporta capitalizzazione, rapporto di *turnover* e multipli di mercato per le società considerate nel campione.

Banche Popolari Unite Società Comparabili	Cap. €min	Turnover %	P/ UN			P/PN		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
BP Verona e Novara	8.117	179,9%	11,8x	11,2x	10,2x	1,83x	1,68x	1,54x
BP Milano	4.779	202,1%	14,8x	13,0x	11,5x	1,50x	1,39x	1,30x
Credito Valtellinese	1.140	49,1%	16,6x	13,0x	10,2x	1,30x	1,24x	1,16x

Gli utili attesi per gli esercizi 2006, 2007 e 2008 per i campioni di banche considerati sono stati calcolati sulla base delle stime del consenso degli analisti finanziari. Per ciascun anno di previsione sono stati considerati il valore massimo e il valore minimo ottenibili dal campione.

Lo stesso metodo è stato utilizzato per quanto attiene il Patrimonio Netto, il cui valore prospettico per gli anni 2006, 2007 e 2008 deriva da elaborazioni di Morgan Stanley sulla base di dati contabili e stime di mercato.

Nelle valutazioni e nel calcolo dei multipli è stata utilizzata la media a tre mesi dei corsi azionari calcolata all'8 dicembre 2006 (*fonte*: FactSet).

#### 4.3.2. Sintesi dei risultati

Sulla base delle considerazioni effettuate in precedenza sono stati calcolati gli intervalli di valori in cui ricadono i multipli sull'indice P/UN e P/PN per il campione di società considerato. Sono stati identificati valori medi e i multipli così ottenuti sono stati applicati ai valori degli utili previsti nel Business Plan.

### 4.3 Metodo dei multipli di mercato (Continua)

Dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato, risulta un intervallo di valori di BPU compreso tra €18,3 e €23,0 per azione.

<b>Banche Popolari Unite</b>						
<b>Metodo dei multipli di mercato</b>						
	P/ UN			P/ PN		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Valore per azione (€)	18,3	20,5	20,5	23,0	22,6	22,4
Valore complessivo (€ mln)	6.317	7.063	7.065	7.931	7.793	7.701

**Sezione 5**

La valutazione di Banca Lombarda

---

---

## 5.1 Omogeneità della valutazione

Come precedentemente illustrato, ai fini di mantenere l'omogeneità tra le valutazioni delle due società oggetto dell'analisi inerente il Rapporto di Cambio, per la valutazione di Banca Lombarda sono state applicate le stesse metodologie utilizzate per BPU.



## 5.2 Partecipazione in Banca Intesa

Una componente del valore di Banca Lombarda deriva dal possesso di una partecipazione in Banca Intesa, circa 145 milioni di azioni ordinarie della stessa. Nell'ambito delle valutazioni effettuate con metodi "analitici" (*"Dividend Discount Model"* e *"Warranted Equity Method"*), si è ritenuto ragionevole assumere quale valore per la partecipazione azionaria il valore attribuitole dal mercato tramite la corrente quotazione di Borsa. A questo fine, i principali dati finanziari di Banca Lombarda sono stati nel corso della valutazione rettificati per giungere a valori rappresentativi della sola attività bancaria. A tali valori è stato successivamente sommato il valore di mercato della partecipazione in Banca Intesa. Per completezza, la tabella seguente riporta alcuni dati di mercato (calcolati all'8 dicembre 2006) ed i dividendi attesi dalla partecipazione di Banca Lombarda in Banca Intesa.

	Prezzo per azione Valore quota BL		Dividendi attesi (da Piano BL)	
	€	€ mln	al netto delle tasse	€ mln
Valore corrente	5,31	770,1	2006	32
Media 1 mesi	5,42	785,9	2007	36
Media 3 mesi	5,32	772,1	2008	42

Per quel che concerne i metodi cosiddetti "di mercato" si è deciso di non rettificare i valori di utili e patrimonio netto attesi. Questo alla luce del fatto che le società comparabili considerate presentano in media un rapporto tra partecipazioni in società quotate e patrimonio netto simile a quello registrato per Banca Lombarda.

### 5.3 Metodo del *Dividend Discount Model* (“DDM”)

#### 5.3.1. Sintesi dei risultati

Il metodo del DDM è stato applicato alla valutazione di Banca Lombarda coerentemente con quanto descritto precedentemente. I parametri (Tasso di Crescita Sostenibile e Costo del Capitale) e le metodologie utilizzate sono simili a quelle utilizzate per BPU. Va inoltre ricordata la differente durata dei periodi previsivi dei Business Plan (2006-2009 per BPU, 2006-2008 per Banca Lombarda). In conseguenza, la fase di normalizzazione inerziale per Banca Lombarda è stata estesa all’anno 2009.

Dall’applicazione della metodologia risultano valori per azione di Banca Lombarda compresi tra €15,6 e €17,5.

<b>Banca Lombarda</b>		
<i>Metodo del Dividend Discount Model</i>		
	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Valore per azione (€)	15,6	17,5
Valore complessivo (€ mln)	5.546	6.205

Segue l’analisi di sensitività dei valori ottenuti con il DDM al variare di Costo del Capitale e Tasso di Crescita Sostenibile di lungo periodo.

### 5.3 Metodo del Dividend Discount Model (“DDM”) (Continua)

DDM		Costo del capitale				
		8,750%	8,875%	9,000%	9,125%	9,250%
€						
Crescita sostenibile	2,250%	16,8	16,5	16,2	15,9	15,6
	2,375%	17,0	16,6	16,3	16,0	15,7
	2,500%	17,1	16,8	16,5	16,2	15,9
	2,625%	17,3	17,0	16,6	16,3	16,0
	2,750%	17,5	17,1	16,8	16,5	16,2

## 5.4 Metodo del *Warranted Equity Method*

### 5.4.1 Sintesi dei risultati

I parametri utilizzati per l'applicazione del *Warranted Equity Method* sono simili a quelli utilizzati per BPU.

Risultano per Banca Lombarda valori per azione compresi tra €14,5 e €16,6.

<b>Banca Lombarda</b>		
<b>Metodo del <i>Warranted Equity Method</i></b>		
	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
Valore per azione (€)	14,5	16,6
Valore complessivo (€ mln)	5.138	5.890

L'intervallo di valori sopra mostrato è costruito sulla base della seguente tabella di sensitività:

<b><i>Warranted Equity Method</i></b>							
Patrimonio netto contabile							
Costo del capitale (%)	RoE sostenibile (%)	Crescita di lungo periodo					
		2,25%		2,50%		2,75%	
		Valore (€mln)	VpA (€)	Valore (€mln)	VpA (€)	Valore (€mln)	VpA (€)
8,75%	15,5%	5.485	15,5	5.584	15,7	5.691	16,0
	15,7%	5.577	15,7	5.680	16,0	5.790	16,3
	16,0%	5.669	16,0	5.775	16,3	5.890	16,6
9,00%	15,5%	5.305	14,9	5.393	15,2	5.488	15,5
	15,7%	5.394	15,2	5.485	15,5	5.584	15,7
	16,0%	5.482	15,4	5.577	15,7	5.680	16,0
9,25%	15,5%	5.138	14,5	5.216	14,7	5.301	14,9
	15,7%	5.223	14,7	5.305	14,9	5.393	15,2
	16,0%	5.309	15,0	5.394	15,2	5.485	15,5

## 5.5 Metodo dei multipli di mercato

### 5.5.1. Sintesi dei risultati

Sulla base delle considerazioni effettuate in precedenza sono stati calcolati gli intervalli di valori in cui ricadono i multipli sull'indice P/UN e sull'indice P/PN per i campioni di società considerati. Per Banca Lombarda è stato selezionato un campione di società comparabili rappresentativo delle dimensioni patrimoniali e forma giuridica. In particolare è stato utilizzato un campione composto da Banca Monte dei Paschi di Siena, Banca Carige, Banca Carifirenze e Credito Emiliano.

La tabella che segue riporta capitalizzazione, rapporto di *turnover* e multipli di mercato per le società considerate nel campione.

Banca Lombarda Società Comparabili	Cap. € mln	Turnover %	P/ UN			P/PN		
			2006	2007	2008	2006	2007	2008
			MPS	14.539	90,4%	15,7x	13,7x	11,9x
Banca Carige	5.355	22,8%	29,7x	26,0x	25,3x	2,27x	2,18x	2,10x
Banca CR Firenze	3.450	33,2%	17,4x	16,0x	13,9x	2,15x	2,01x	1,85x
Credito Emiliano	3.140	47,0%	14,9x	13,1x	11,5x	2,35x	2,15x	1,96x

I multipli così ottenuti sono stati applicati ai valori degli utili e del patrimonio netto previsti nel Business Plan.

Dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato, risulta un intervallo di valori di Banca Lombarda compreso tra €15,2 e €17,2 per azione.

Banca Lombarda Metodo dei multipli di mercato	P/ UN			P/ PN		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008
	Valore per azione (€)	15,2	15,8	17,2	16,7	16,4
Valore complessivo (€ mln)	5.412	5.626	6.104	5.928	5.819	5.801

**Sezione 6**

**Il Rapporto di Cambio**

---

---

## 6.1 Il Rapporto di Cambio

Sulla base dei metodi valutativi utilizzati per le due Banche, abbiamo ottenuto un Intervallo del Rapporto di Cambio riassunto nella tavola seguente.

<b>Rapporto di Cambio - Sintesi dei Risultati</b>		
<b>Metodo</b>	<b>Minimo</b>	<b>Massimo</b>
<b>Metodi "analitici"</b>	<b>0.80x</b>	<b>0.85x</b>
<b>Metodi "di mercato"</b>	<b>0.72x</b>	<b>0.84x</b>
<b>Intervallo Rapporto di Cambio</b>	<b>0.72x</b>	<b>0.85x</b>

Per quel che concerne la composizione dell'Intervallo dei Rapporti di Cambio è stato seguito il seguente approccio:

### **Metodi analitici**

L'intervallo è stato determinato prendendo come minimo il valore minimo fra i rapporti di cambio determinati in base al DDM ed al *Warranted Equity Method*. Come massimo è stato scelto il valore massimo.

### **Metodi di mercato**

L'intervallo è stato determinato prendendo come minimo il valore minimo fra i rapporti di cambio determinati in base ai sei multipli discussi al Par. 4.3. Come massimo è stato scelto il massimo dei medesimi valori.

**Sezione 7**

**Il confronto con i valori espressi dal  
mercato**

---

---



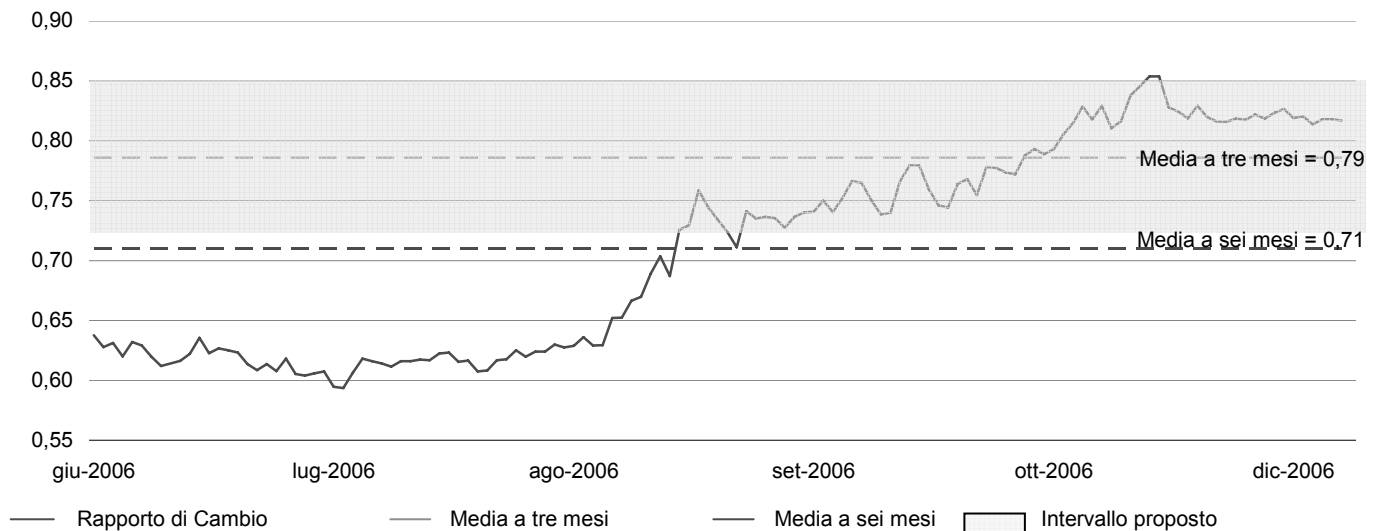
## 7.1 Il confronto con i valori espressi dal mercato

Ad ulteriore conforto dei risultati cui si è pervenuti, abbiamo analizzato l'andamento dei rapporti di cambio tra azioni Banca Lombarda ed azioni BPU espressi dalle quotazioni di mercato dei titoli in questione.

Al fine di individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato sufficientemente attuale, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione, sono stati osservati i rapporti di cambio medi impliciti su orizzonti temporali fino a sei mesi dall'annuncio dell'operazione.

Il grafico che segue evidenzia l'andamento del rapporto di cambio identificato e la media a tre e a sei mesi.

**Rapporto di Cambio implicito**  
Azioni BPU per azione Banca Lombarda



Fonte FactSet all'8 dicembre 2006

Il grafico evidenzia come l'intervallo identificato nella presente relazione sia in linea con gli andamenti dei corsi di Borsa dei due titoli. Il Rapporto di Cambio che il Consiglio di Amministrazione di BPU intende proporre alla Assemblea degli azionisti (0,83) è in linea con le rilevazioni più recenti. Questa considerazione può essere collegata alla circostanza che il differente

## 7.1 Il confronto con i valori espressi dal mercato (Continua)

livello di appetibilità strategica legata alla contendibilità fra società per azioni e società cooperative si sia riflesso negli andamenti borsistici solo nel corso degli ultimi mesi, quando le indiscrezioni circa una possibile integrazione di Banca Lombarda con un istituto di natura “Popolare” si sono diffuse sul mercato.

**Sezione 8**

**8. Conclusioni**

---

---

## 8.1 Conclusioni

L'identificazione del Rapporto di Cambio all'interno dell'Intervallo del Rapporto di Cambio discusso nel Par. 6 rappresenta il risultato di un confronto negoziale fra le parti coinvolte e riflette - tra l'altro - anche considerazioni inerenti la valenza strategica della Fusione.

Il Rapporto di Cambio che il Consiglio di Amministrazione di BPU intende proporre nel progetto di Fusione, secondo quanto deliberato nella riunione del 13 novembre 2006, è pari a 0,83, ovvero n. 0,83 azioni ordinarie BPU del valore nominale di €2,50 di nuova emissione per ogni n. 1 azione ordinaria Banca Lombarda del valore nominale di €1,00.

Sulla base delle analisi contenute nella presente Relazione, si è addivenuti alla conclusione che tale Rapporto di Cambio sia congruo per gli azionisti di BPU.

12 dicembre 2006

---

Banche Popolari Unite

