

**17) RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO  
REDATTA PER BLP DA ROTHSCHILD S.P.A.**

---





Strettamente Riservato e Confidenziale

# Relazione di stima inerente la determinazione del Rapporto di Cambio per l'operazione di fusione tra Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. e Banche Popolari Unite S.C.p.A.

12 Dicembre 2006



## Indice

|           |   |           |
|-----------|---|-----------|
| <b>1.</b> | <b>INTRODUZIONE METODOLOGICA</b>                                | <b>3</b>  |
| 1.1       | PREMESSA  | 3         |
| 1.2       | FINALITÀ DEL LAVORO SVOLTO                                      | 3         |
| 1.3       | LIMITI E DIFFICOLTÀ DELLE ANALISI                               | 3         |
| 1.4       | DATA DI RIFERIMENTO E<br>DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA              | 5         |
| <b>2.</b> | <b>DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE E<br/>CONDIZIONI FINANZIARIE</b> | <b>7</b>  |
| <b>3.</b> | <b>INDIVIDUAZIONE DELLE METODOLOGIE DI<br/>VALUTAZIONE</b>      | <b>10</b> |
| 3.1       | DIVIDEND DISCOUNT MODEL ("DDM")                                 | 10        |
| 3.2       | METODOLOGIE DI MERCATO  | 14        |
| 3.3       | METODOLOGIA DI CONTROLLO: ANALISI<br>DI CONTRIBUZIONE           | 17        |
| <b>4.</b> | <b>IL RAPPORTO DI CAMBIO AI FINI DELLA<br/>FUSIONE</b>          | <b>18</b> |
| 4.1       | DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI<br>CAMBIO                        | 18        |



## **1. INTRODUZIONE METODOLOGICA**

### **1.1 PREMESSA**

Rothschild S.p.A. (“Rothschild”) è stata incaricata dal Consiglio di Amministrazione di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. (“Banca Lombarda” o “BL”) di fornire la propria opinione in merito alla congruità finanziaria del rapporto di cambio (“Rapporto di Cambio”) da proporre ai soci in sede di Assemblea Straordinaria (l’“Assemblea”) in relazione al progetto di fusione (“Progetto”) per incorporazione (la “Fusione”) di Banca Lombarda in Banche Popolari Unite S.C.p.A. (“BPU”, insieme a BL “le Banche”).

### **1.2 FINALITÀ DEL LAVORO SVOLTO**

L’obiettivo del lavoro svolto è quello di fornire al Consiglio di Amministrazione di Banca Lombarda un’opinione in merito alla congruità finanziaria del Rapporto di Cambio che sarà proposto all’Assemblea degli azionisti per l’operazione di Fusione.

La presente relazione (la “Relazione”) è stata redatta esclusivamente a supporto delle determinazioni di competenza del Consiglio di Amministrazione di BL da assumere, a suo esclusivo ed autonomo giudizio, in relazione all’approvazione del Progetto ed è uno degli elementi presi in considerazione dal Consiglio di Amministrazione di BL nell’assumere la propria determinazione di sottoporre la Fusione all’approvazione dei soci. Il lavoro svolto non deve essere inteso da qualsiasi azionista di Banca Lombarda come una raccomandazione relativa all’esercizio del diritto di voto nell’Assemblea.

La Relazione e tutti i dati, le analisi, le circostanze e le informazioni in essa contenuti sono estremamente riservati e ad esclusivo uso del Consiglio di Amministrazione di BL. E’, quindi, vietata la divulgazione a terzi (integrale o parziale), nonché la diffusione, in qualunque modo intervenuta, dei dati, delle analisi, delle elaborazioni e dei risultati in esso contenuti, anche in forma sintetica o parziale, senza la previa autorizzazione scritta da parte di Rothschild.

La Relazione non costituisce, né può essere interpretata come, o assimilata a, una relazione ai sensi dell’art. 2501-sexies, c.c., una perizia ai sensi dell’Allegato 3A del Regolamento CONSOB 11971/99 o una relazione ai sensi dello stesso Regolamento.

### **1.3 LIMITI E DIFFICOLTÀ DELLE ANALISI**

Le valutazioni alle quali Rothschild è pervenuta vanno interpretate alla luce delle seguenti ipotesi e limiti principali:



- le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle valutazioni ivi contenute; pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere utilizzata disgiuntamente, sia in forma integrale o sintetica, rispetto alla Relazione nella sua interezza. Rothschild non assume, inoltre, alcuna responsabilità diretta o indiretta per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo delle informazioni ivi contenute;
- i risultati ottenuti in questa Relazione devono essere letti solo ed esclusivamente in funzione della determinazione del Rapporto di Cambio e non potranno essere considerati rappresentativi:
  - di una valutazione “stand alone” di ciascuna società coinvolta nella Fusione e dei prezzi ai quali il titolo Banca Lombarda o BPU possano o potranno essere oggetto di negoziazione sui mercati regolamentati;
  - del prezzo attribuito dai mercati alle azioni delle società coinvolte o che verrebbe loro attribuito qualora fossero quotate;
  - del valore realizzabile nell’ambito di un’operazione di cessione avente per oggetto una delle attività o società singolarmente considerate.

Si è ipotizzato che la Fusione sarà realizzata in conformità alle condizioni concordate e che tutte le autorizzazioni necessarie per il completamento dell’operazione siano ottenute senza alcun effetto negativo di rilievo sulle Banche.

Le considerazioni svolte nella Relazione e le valutazioni ivi contenute, inoltre, si basano sul fatto che Rothschild non ha effettuato alcuna due diligence contabile completa o altra verifica o stima indipendente dell’attivo o del passivo di Banca Lombarda e BPU e dei dati e delle informazioni fornite da BL e BPU per lo svolgimento dell’incarico, ivi incluse le proiezioni economico-finanziarie per ciascun gruppo, relativamente al periodo 2006-2008. Pertanto, Rothschild 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, 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 BL, BPU o società da esse controllate.

Le analisi e le considerazioni sono state effettuate con riferimento all’attuale configurazione organizzativa e funzionale di BL e BPU, nonché alle condizioni economiche, monetarie, di mercato, normative ed in generale sulla base delle informazioni disponibili alla data del 7 dicembre 2006. Eventi successivi alla data del presente Rapporto potrebbero incidere, anche significativamente, sulle ipotesi, sulle considerazioni, sulle valutazioni e sui risultati dello stesso. Rothschild non assume alcun obbligo di aggiornare, modificare o confermare quanto contenuto nella Relazione.

Nel seguito si sintetizzano le principali difficoltà riscontrate nel processo di valutazione



- utilizzo di dati previsionali: le analisi valutative sono state effettuate utilizzando dati prospettici, che per loro natura presentano profili di incertezza e di potenziale disomogeneità in termini relativi;
- stima del coefficiente di rettifica associabile alla diversa contendibilità delle Banche: ai valori del rapporto di cambio determinati tramite lo sviluppo del Dividend Discount Model è stato applicato un fattore di rettifica dovuto alla diversa natura giuridica delle Banche, caratterizzate da un diverso livello di contendibilità. Tale rettifica è stata calcolata sulla base di valutazioni, stime 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, in parte compensati dall'analisi congiunta dei risultati.

#### **1.4 DATA DI RIFERIMENTO E DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Le situazioni economiche e patrimoniali di riferimento delle Banche sulle quali è basata la presente Relazione sono quelle al 30 settembre 2006. Nessuna modifica delle situazioni finanziarie, economiche, patrimoniali o di altra natura delle Banche successiva a tale data è stata presa in considerazione nella predisposizione della Relazione, salvo che per gli eventuali fatti di rilievo espressamente segnalati dalle Banche a Rothschild e potenzialmente in grado di influire sul Rapporto di Cambio.

Al fine dello sviluppo del lavoro è stata raccolta ed esaminata tra l'altro la seguente documentazione:

- Per Banca Lombarda:
  - i bilanci civilistici e consolidati relativi agli esercizi 2003, 2004, 2005;
  - la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006;
  - la relazione trimestrale consolidata (non sottoposta a revisione contabile) al 30 settembre 2006;
  - il numero di azioni Banca Intesa possedute da BL ed il relativo valore di carico originario e di bilancio post applicazione IAS come da comunicazione della società;
  - il numero di azioni ordinarie BL emesse nel corso del 2006 a seguito di (i) esecuzione dell'aumento di capitale conclusosi in data 20 luglio 2006 e (ii) esercizio di stock option da parte del management della banca;
  - estratto del piano economico-finanziario 2006-2008 consolidato di BL, la cui sintesi è stata comunicata al mercato in data 21 marzo 2006
- Per BPU:
  - i bilanci civilistici e consolidati relativi agli esercizi 2003, 2004, 2005;
  - la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006;



- la relazione trimestrale consolidata (non sottoposta a revisione contabile) al 30 settembre 2006;
- il piano economico-finanziario 2006-2008 consolidato del gruppo BPU, la cui sintesi è stata comunicata al mercato in data 13 dicembre 2005.

Rothschild ha inoltre considerato le informazioni di pubblico dominio rilevanti ai fini delle analisi, relative a BPU, a BL ed a società quotate ritenute comparabili con le Banche, con particolare riferimento alle proiezioni economico-patrimoniali ed alle quotazioni di Borsa.





## **2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE E CONDIZIONI FINANZIARIE**

In data 13 novembre 2006, i Consigli di Amministrazione di BL e BPU hanno approvato la sottoscrizione da parte dei rispettivi Presidenti di un accordo quadro ("Accordo Quadro") volto a delineare i principali aspetti relativi alla Fusione fra le due Banche. La Fusione sarà tecnicamente realizzata mediante l'incorporazione di Banca Lombarda in BPU, con contestuale creazione di una holding capogruppo quotata avente forma giuridica di società cooperativa. La fusione dovrebbe essere efficace dal primo aprile 2007.

In base all'Accordo Quadro le condizioni finanziarie della Fusione prevedono un Rapporto di Cambio pari a 0.83 azioni ordinarie BPU per ogni azione BL e il riconoscimento di un dividendo 2006 pari a €0.8 per azione a tutti gli azionisti del Nuovo Gruppo. Il Rapporto di Cambio è stato definito con riferimento alle situazioni contabili delle Banche al 30 settembre 2006. Non è previsto nessun conguaglio in danaro.

L'Operazione, condotta in un'ottica di totale condivisione e collaborazione tra i due Gruppi, è ispirata al principio di pariteticità tra Banca Lombarda e BPU. In particolare, la Fusione porterà all'integrazione delle Banche, con costituzione di una Capogruppo quotata, con il ruolo di formulare gli indirizzi strategici ed esercitare il controllo su tutte le strutture e società del Nuovo Gruppo, nell'ambito del quale le banche rete conserveranno comunque autonomia operativa a presidio dei territori di tradizionale insediamento, coniugando tali elementi con una maggiore efficienza delle rispettive strutture.

L'Operazione prevede un sistema di corporate governance che consenta ad un tempo (i) una salda unità di direzione e governo e (ii) la rappresentanza nell'aggregato bancario delle componenti originarie di rispettiva derivazione da Banca Lombarda e da BPU, nel rispetto del principio di pariteticità e di alternanza. Il Nuovo Gruppo sarà basato su un modello di tipo dualistico, in termini di:

- ripartizione equilibrata delle cariche sociali, secondo quanto illustrato nella tabella seguente
- ripartizione equilibrata delle funzioni della direzione generale tra i tre principali poli di Bergamo, Brescia e Milano.



*Corporate governance*

|                                | <b>Consiglio di Sorveglianza</b>   | <b>Consiglio di Gestione</b>  |
|--------------------------------|--|---|
| <b>Membri</b>                  | 23, di cui :<br>- 11 rappresentanti Banca Lombarda<br>- 11 rappresentanti BPU<br>- un rappresentante delle minoranze | 10, di cui<br>- cinque rappresentanti Banca Lombarda<br>- cinque rappresentanti BPU |
| <b>Presidente</b>              | Banca Lombarda (meccanismo di alternanza con il Consiglio di Gestione)   | BPU (meccanismo di alternanza con il Consiglio di Sorveglianza)                     |
| <b>Vice Presidente</b>         | BPU (meccanismo di alternanza con la gestione)   | Banca Lombarda (meccanismo di alternanza con la gestione)                           |
| <b>Amministratore Delegato</b> | --   | BPU   |
| <b>Direttore Generale</b>      | --   | Banca Lombarda  |

Nell'Accordo Quadro è stato esplicitamente previsto che:

- le azioni proprie eventualmente detenute dalle Banche non eccedano la quantità massima prevista dalle delibere autorizzative delle rispettive assemblee;
- non siano posti in essere dalle Banche atti incompatibili con l'attuazione della Fusione e comunque tali da alterare in modo significativo la struttura patrimoniale e finanziaria propria e del rispettivo gruppo;
- il Rapporto di Cambio possa essere rivisto qualora all'esito della due diligence contabile, legale e amministrativa (di seguito, la "Due Diligence") dovesse emergere l'esistenza di scostamenti netti complessivi superiori al 5% del patrimonio netto consolidato di ciascun gruppo bancario.

Gli azionisti BL assenti, astenuti o dissenzienti nell'Assemblea di approvazione della Fusione, potranno esercitare il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile. L'esercizio del recesso potrà avvenire sulla base della media aritmetica del prezzo dell'azione BL nel semestre antecedente la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria convocata per deliberare in merito all'approvazione della Fusione. L'Accordo Quadro prevede che l'efficacia della Fusione sia condizionata al mancato esercizio del diritto di recesso da parte di tanti azionisti che rappresentino più del 10% del capitale sociale di BL. Tale condizione potrà essere rinunciata di comune accordo fra BL e BPU.

Successivamente al 13 novembre 2006 le parti hanno proceduto ad effettuare la Due Diligence ed è stato redatto lo statuto che recepisce le previsioni di corporate governance incluse nell'Accordo Quadro. Rothschild ha verificato che i risultati della Due Diligence, conclusasi nella prima metà del



mese di dicembre 2006, non fossero tali da richiedere modifiche alle valutazioni relative delle Banche e quindi al Rapporto di Cambio.



### **3. INDIVIDUAZIONE DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE**

Le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori di BL e BPU, dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle entità considerate singolarmente e vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione.

Al fine di salvaguardare l'omogeneità valutativa sono state applicate le medesime metodologie di valutazione ad entrambe le società, tenendo in considerazione le specificità di ciascuna di esse e lo status di società con azioni quotate che caratterizza le Banche.

Al fine della stima del Rapporto di Cambio, Rothschild ha utilizzato quali metodologie principali il Dividend Discount Model ("DDM"), i multipli di mercato ed il metodo delle quotazioni di Borsa. Il Rapporto di Cambio è stato verificato anche tramite lo sviluppo di un'analisi di contribuzione.

#### **3.1 DIVIDEND DISCOUNT MODEL ("DDM")**

Il metodo del Dividend Discount Model, nella variante dell'Excess Capital, determina il valore economico di una banca come somma dei seguenti addendi:

- il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti preservando il livello di patrimonializzazione obiettivo e
- il valore attuale del "Valore Terminale", calcolato considerando il costo dei mezzi propri ed il flusso di cassa distribuibile compatibilmente con il tasso di crescita ipotizzato nel lungo termine.

Si è preferito adottare 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. Tale variante, infatti, prescinde dalla politica di distribuzione di dividendi annunciata o storicamente perseguita dalla società oggetto di valutazione e permette un maggiore livello di omogeneità.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività delle società, quantificato in un coefficiente Core Tier I pari al 7,0%.

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



$$W = DIV_a + VT_a + SA$$

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 patrimonializzazione; |
| VT <sub>a</sub>  | rappresenta il valore attuale del “Valore Terminale” della banca;  |
| SA               | valore dei surplus assets.   |

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

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

Ai fini della presente valutazione si è assunto come orizzonte temporale esplicito per la determinazione dei flussi il periodo 2006-2008 sulla base dei piani economico-finanziari di BL e BPU; al fine normalizzare gli utili delle due società si è ipotizzata una progressiva riduzione della loro crescita sino a raggiungere nel 2010 il tasso di crescita ipotizzato nel lungo termine (pari al 2.5%); oltre il 2010 il valore di BPU e BL è stato determinato mediante l'attualizzazione del Valore Terminale.

2. Determinazione del tasso di attualizzazione

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

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

dove:

|                                      |  |
|--------------------------------------|--|
| <i>R<sub>f</sub></i>                 | “ <i>risk-free rate</i> ”, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, supposto pari al rendimento del BTP decennale (3.92%).  |
| <i>R<sub>m</sub> - R<sub>f</sub></i> | “ <i>market risk premium</i> ”, ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento “ <i>risk-free</i> ”, quantificato in 5.5%   |
| <i>Beta</i>                          | è il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'attività ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (ovvero misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Per le Banche è stato ipotizzato un beta identico, pari a 0.84, corrispondente al beta di BL indicato da Bloomberg. |



Pertanto a fini valutativi è stato stimato per entrambe le Banche un tasso di attualizzazione pari a 8.54%.

### 3. Calcolo del Valore Terminale

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

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

dove:

$g$  indica il tasso nominale di crescita sostenibile di lungo periodo in relazione alla politica di distribuzione dei dividendi ipotizzata. Per le Banche è stato ipotizzato un tasso di crescita di lungo termine identico e pari al 2,5%;

$K_e$  indica il tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio, come calcolato nel precedente paragrafo.

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

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti in funzione dei principali parametri valutativi utilizzati sono state effettuate delle analisi di sensitività in relazione alle più importanti ipotesi considerate.

#### *Valore per azione BL (€) – Sensitivity analysis*

|    |      | Tasso di crescita "g" |             |       |             |       |
|----|------|-----------------------|-------------|-------|-------------|-------|
|    |      | 2.00%                 | 2.25%       | 2.50% | 2.75%       | 3.00% |
| Ke | 8.0% | 15.4                  | 15.7        | 16.0  | 16.3        | 16.6  |
|    | 8.3% | 14.8                  | 15.0        | 15.3  | <b>15.6</b> | 15.8  |
|    | 8.5% | 14.3                  | 14.5        | 14.7  | 14.9        | 15.1  |
|    | 8.8% | 13.7                  | <b>13.9</b> | 14.1  | 14.3        | 14.5  |
|    | 9.0% | 13.3                  | 13.4        | 13.6  | 13.7        | 13.9  |



Valore per azione BPU (€) – Sensitivity analysis

|    |      | Tasso di crescita "g" |             |       |             |       |
|----|------|-----------------------|-------------|-------|-------------|-------|
|    |      | 2.00%                 | 2.25%       | 2.50% | 2.75%       | 3.00% |
| Ke | 8.0% | 25.2                  | 25.5        | 26.0  | 26.4        | 26.9  |
|    | 8.3% | 24.1                  | 24.5        | 24.8  | <b>25.2</b> | 25.7  |
|    | 8.5% | 23.2                  | 23.5        | 23.8  | 24.1        | 24.5  |
|    | 8.8% | 22.3                  | <b>22.6</b> | 22.8  | 23.1        | 23.4  |
|    | 9.0% | 21.5                  | 21.7        | 22.0  | 22.2        | 22.5  |

Sulla base delle ipotesi considerate è stato definito un valore dell'azione BL compreso tra €13.9 ed €15.6 ed un valore dell'azione BPU compreso tra €22.6 ed €25.2.

Tenuto conto che la Fusione comporterà per gli azionisti di Banca Lombarda un'alterazione dei diritti amministrativi associati alle proprie azioni, è stata ipotizzata l'applicazione di un coefficiente di rettifica ("Coefficiente Rettificativo") da applicare al rapporto di cambio ottenuto tramite lo sviluppo del DDM, al fine di tener conto del differente grado di contendibilità che caratterizza le diverse forme giuridiche delle due Banche. Considerando che le banche popolari presentano mediamente multipli inferiori rispetto alle banche S.p.A. caratterizzate da elevata contendibilità, il Coefficiente Rettificativo è stato stimato quale rapporto tra i multipli di banche popolari quotate con volumi scambiati significativi e le banche S.p.A. che sono state interessate da rumors su possibili aggregazioni ed i cui corsi azionari sono risultati maggiormente influenzati dalle aspettative del mercato riguardo una possibile operazione di fusione/acquisizione. Tale approccio dovrebbe consentire di cogliere il valore legato alla contendibilità delle S.p.A.. Al fine di determinare il valore del Coefficiente Rettificativo sono state effettuate analisi di sensitività in relazione al campione di riferimento e all'arco temporale di osservazione dei corsi di Borsa considerati per la stima dei multipli impliciti.

Sulla base delle analisi sviluppate, il Coefficiente Rettificativo risulta compreso tra 1.25 e 1.35.

Il Coefficiente Rettificativo è stato applicato unicamente nel caso del DDM, in quanto sia lo sviluppo della metodologia dei multipli di mercato, sulla base di due campioni differenti per BPU e Banca Lombarda, sia il metodo delle quotazioni di Borsa, in relazione all'orizzonte temporale considerato, già incorporano implicitamente la rettifica dovuta alla differente natura giuridica delle due Banche.



### 3.2 METODOLOGIE DI MERCATO

#### *Metodo dei multipli di mercato*

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. In un mercato efficiente e in assenza di spinte speculative, il prezzo di Borsa delle azioni riflette, infatti, le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili futuri della società ed il grado di rischio e volatilità ad esso associato. Eventuali spinte speculative portano ad incorporare nel prezzo di mercato l'aspettativa dei benefici economici rinvenienti da un'operazione di aggregazione.

Per l'applicazione del metodo in oggetto si calcolano per le società costituenti il campione di società comparabili una serie di rapporti ("multipli") fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi, tipicamente gli utili netti prospettici e il patrimonio netto. I rapporti medi così ottenuti per il campione sono quindi applicati ai medesimi parametri della società oggetto di valutazione, al fine di ottenere il valore teorico attribuitole dal mercato.

Ai fini della valutazione di BL e BPU, si è fatto riferimento ai seguenti multipli:

- valore di mercato/utile netto atteso (P/UN)
- valore di mercato/patrimonio netto (P/PN)

Il campione utilizzato ai fini dell'applicazione del metodo dei multipli di mercato è stato differenziato per BL e BPU in considerazione della differente natura giuridica delle due Banche. In particolare per BL si è fatto riferimento a banche aventi natura di società per azioni e caratterizzate da un elevato livello di contendibilità percepita e che sono state oggetto di recente speculazione in merito ad operazioni di aggregazione:

- Capitalia
- Monte dei Paschi di Siena
- Cassa di Risparmio di Genova
- Cassa di Risparmio di Firenze

Per tali banche è ipotizzabile che i corsi di Borsa incorporino il valore della contendibilità. Tutte le banche considerate sono caratterizzate da titoli liquidi e da adeguata copertura da parte degli analisti.

Per BPU è stato considerato un campione di banche aventi la natura di società cooperative, caratterizzate da titoli liquidi e con adeguata copertura da parte degli analisti, escludendo Banca





Popolare Italiana in quanto il prezzo di quest'ultima è stato positivamente influenzato dall'operazione di acquisizione in corso:

- Banca Popolare di Verona e Novara
- Credito Valtellinese
- Banca Popolare di Milano

I multipli sono stati calcolati facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi relativi all'ultimo trimestre rispetto alla data del 7 dicembre 2006. I multipli sul patrimonio netto sono stati calcolati sulla base dei valori contabili delle banche al 30 settembre 2006 (data della situazione patrimoniale di riferimento per la Fusione), eventualmente rettificati in caso di aumenti di capitale effettuati successivamente a tale data. Non si è fatto riferimento al multiplo sul patrimonio netto tangibile (patrimonio netto depurato di eventuali avviamenti iscritti nell'attivo) in quanto il dato relativo al valore dell'avviamento al 30 settembre 2006 non era disponibile per tutte le banche considerate nei campioni di riferimento.

I multipli P/UN per gli esercizi 2006, 2007 e 2008 per il campione di banche considerato è stato calcolato sulla base delle stime del consenso degli analisti finanziari (fonte: I/B/E/S).

Nell'applicazione dei multipli a BPU sono stati considerati gli impatti delle componenti straordinarie previste nel piano economico-finanziario.

|                        | Mkt cap (€m) | P/PN 3Q 06   | P/UN 06      | P/UN 07      | P/UN 08      |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Banche S.P.A.</b>   |              |              |              |              |              |
| Monte Paschi Siena     | 14,614       | 1.90x        | 15.7x        | 13.7x        | 11.8x        |
| Capitalia              | 17,635       | 1.89x        | 16.5x        | 12.9x        | 11.1x        |
| Carige                 | 5,356        | 2.01x        | 29.8x        | 26.0x        | 25.3x        |
| CR Firenze             | 3,450        | 2.16x        | 17.4x        | 16.0x        | 13.9x        |
| <b>Media</b>           |              | <b>1.99x</b> | <b>19.8x</b> | <b>17.2x</b> | <b>15.5x</b> |
| <b>Banche popolari</b> |              |              |              |              |              |
| BPVN                   | 8,119        | 1.85x        | 11.8x        | 11.2x        | 10.2x        |
| BPM                    | 4,771        | 1.47x        | 15.1x        | 13.1x        | 11.5x        |
| Creval                 | 1,138        | 1.32x        | 16.6x        | 13.0x        | 10.6x        |
| <b>Media</b>           |              | <b>1.55x</b> | <b>14.5x</b> | <b>12.4x</b> | <b>10.8x</b> |



Sulla base delle ipotesi considerate è stato definito un valore dell'azione BL compreso tra €15.6 e €17.1, inclusivo del valore della contendibilità, ed un valore dell'azione BPU compreso tra €18.4 ed €22.0

### **Metodo delle quotazioni di Borsa**

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

Il rapporto tra i prezzi di Borsa delle Banche permette pertanto di far riferimento ad un rapporto di concambio implicito desumibile dal mercato in funzione di diversi orizzonti temporali oggetto di osservazione.

Per BPU e BL, si ritiene che la capitalizzazione di Borsa sia rappresentativa del loro valore economico in quanto (i) i due titoli sono scambiati nel segmento Blue Chip del MTA e (ii) i titoli presentano un adeguato livello di liquidità giornaliero.

I prezzi di BPU e BL sono stati considerati sino alla data del 10 novembre 2006, in quanto ultimo giorno di trading dei titoli BPU e BL prima dell'annuncio della Fusione. Successivamente a tale data i corsi dei titoli sono stati evidentemente influenzati da tale annuncio e pertanto non sono rilevanti ai fini della presente analisi.

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

|                        | Media semplice per azione<br>(€) |       | Media ponderata per<br>azione (€) |       | Rapporto di Cambio |                    |
|------------------------|----------------------------------|-------|-----------------------------------|-------|--------------------|--------------------|
|                        | BL                               | BPU   | BL                                | BPU   | Media<br>semplice  | Media<br>ponderata |
| Spot(10 novembre 2006) | 17.82                            | 20.85 | --                                | --    | 0.85               |                    |
| 1 settimana            | 17.85                            | 21.43 | 17.85                             | 21.24 | 0.83               | 0.84               |
| 1 mese                 | 17.33                            | 21.78 | 17.37                             | 21.70 | 0.80               | 0.80               |
| 3 mesi                 | 16.07                            | 21.69 | 16.50                             | 21.70 | 0.74               | 0.76               |



### 3.3 METODOLOGIA DI CONTROLLO: ANALISI DI CONTRIBUZIONE

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

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

| € mln                                    | BL                    | BPU                  | BL + BPU | Rapporto di cambio                 |      |
|--|-----------------------|----------------------|----------|------------------------------------|------|
|  |                       |                      |          | Coefficiente Rettificativo<br>1.25 | 1.35 |
| Impieghi a clientela                     | 29,954                | 49,798               | 79,753   | 0.73                               | 0.79 |
| Raccolta totale                          | 74,501 <sup>(1)</sup> | 106,789              | 181,290  | 0.85                               | 0.91 |
| <i>Raccolta diretta</i>                  | 30,036                | 51,526               | 81,562   | 0.71                               | 0.76 |
| Patrimonio netto                         | 2,819 <sup>(2)</sup>  | 4,893                | 7,712    | 0.70                               | 0.75 |
| Ricavi totali                            | 1,166                 | 1,958 <sup>(3)</sup> | 3,123    | 0.72                               | 0.78 |
| Risultato lordo di gestione              | 534                   | 820 <sup>(3)</sup>   | 1,354    | 0.79                               | 0.85 |
| Risultato attività corrente ante imposte | 457                   | 702 <sup>(3)</sup>   | 1,159    | 0.79                               | 0.85 |
| Utile netto                              | 232 <sup>(4)</sup>    | 374 <sup>(3)</sup>   | 606      | 0.75                               | 0.81 |
| Sportelli Italia (unità)                 | 792                   | 1,181                | 1,973    | 0.81                               | 0.88 |

Fonti: presentazione agli analisti del Progetto del 14 novembre 2006, relazioni trimestrali consolidate al 30 settembre 2006 di Banca Lombarda e BPU, comunicato stampa del 20 ottobre 2006 di Banca Lombarda, dati interni Banca Lombarda

Note

Dati riclassificati secondo criteri omogenei come da presentazione del Progetto del 14 novembre 2006

(1) Al netto di €4,812 mln di duplicazioni nella raccolta indiretta

(2) Inclusi €31 mln di aumento di capitale a seguito dell'esercizio del piano di stock option riservato al management come da comunicato stampa del 20 ottobre 2006

(3) Al netto delle componenti non ricorrenti

(4) Al netto dell'utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte

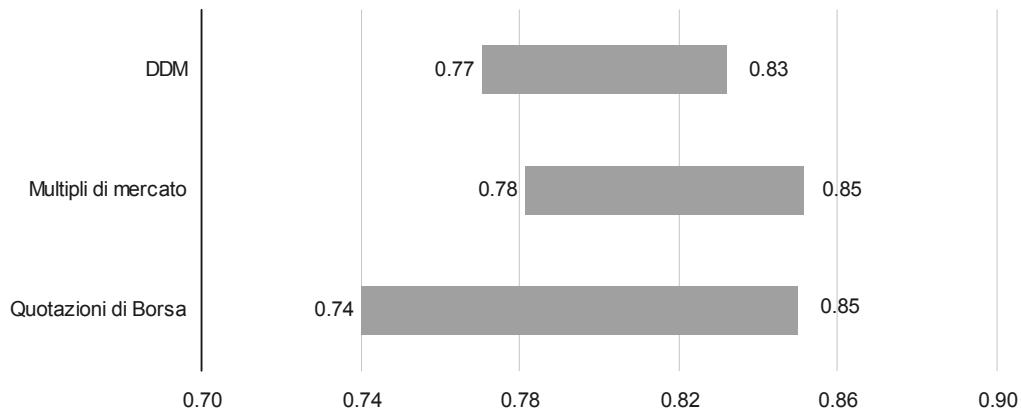


## 4. IL RAPPORTO DI CAMBIO AI FINI DELLA FUSIONE

### 4.1 DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, Rothschild ha confrontato i valori di BL e BPU facendo riferimento al criterio dell'omogeneità valutativa, che si è tradotto nella comparazione dei valori ottenuti utilizzando le medesime metodologie per entrambe le società.

Il grafico sottostante riassume gli intervalli per il Rapporto di Cambio ottenuti applicando ciascuna metodologia e considerando per il DDM il Coefficiente Rettificativo descritto precedentemente:



I valori del Rapporto di Cambio ottenuti tramite le metodologie descritte sono stati verificati anche considerando la contribuzione delle due Banche alle grandezze economico-patrimoniali del Nuovo Gruppo, tenendo conto del Coefficiente Rettificativo. L'analisi di contribuzione ha condotto ad identificare un intervallo per il Rapporto di Cambio compreso tra 0.70- 0.91 azioni ordinarie BPU per ogni azione Banca Lombarda.

Sulla base delle analisi contenute nella presente Relazione, Rothschild ritiene che il Rapporto di Cambio pari a 0.83 azioni ordinarie BPU per ogni azione BL sia congruo per gli azionisti di Banca Lombarda.

Alessandro Daffina  
*Amministratore Delegato*  
 Rothschild S.p.A.