



**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL
PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI BANCA
POPOLARE DI MAROSTICA SCPA A R.L. IN BANCA
POPOLARE DELL'ALTO ADIGE SCPA AI SENSI
DELL'ARTICOLO 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE**

INDICE

1.	MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO	3
2.	NATURA E PORTATA DELLA RELAZIONE	4
3.	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	5
4.	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA E DI BPM PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	8
4.1	ASPETTI GENERALI	8
4.2	METODI DI VALUTAZIONE: CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI	9
4.2.1	Metodi di valutazione adottati dal Consulente e dagli Amministratori di BPAA	9
4.2.2	Metodi di valutazione adottati dal Consulente e dagli Amministratori di BPM	10
4.2.3	Descrizione delle metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori di BPAA e BPM con il supporto dei rispettivi Consulenti	10
4.2.3.1	<i>Il metodo del DDM</i>	10
4.2.3.2	<i>Il Metodo del Modello di Gordon/EVA nella versione growth adjusted</i>	12
4.2.3.3	<i>Il Metodo dei multipli di Borsa</i>	12
4.2.3.4	<i>Metodo di Controllo: il Metodo dell'Analisi di Contribuzione</i>	13
4.2.3.5	<i>Metodo di Controllo: il Metodo del valore attribuito dalle rispettive assemblee</i>	13
4.2.3.6	<i>Analisi del rapporto di cambio massimo: Metodo della creazione di valore</i>	13
4.2.3.7	<i>Analisi del rapporto di cambio massimo: Metodo delle transazioni comparabili</i>	14
4.3	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA	14
4.3.1	Metodi principali (Metodo del DDM e Metodo del Modello di Gordon/EVA nella versione <i>growth adjusted</i>)	14
4.3.2	Metodi di controllo (Metodo dell'analisi di contribuzione e metodo del valore attribuito dalle rispettive assemblee)	16
4.3.3	Analisi del rapporto di cambio massimo (metodo della creazione di valore e metodo delle transazioni comparabili)	17
4.4	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI BPM	17
4.5	SINTESI DEI RISULTATI DELLE VALUTAZIONI	20
5.	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA E DI BPM	22
5.1	DIFFICOLTÀ RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA	22
5.2	DIFFICOLTÀ RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI BPM	23
6.	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA E DI BPM	23
7.	LAVORO SVOLTO	24
7.1	LAVORO SVOLTO SULLA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	24
7.2	LAVORO SVOLTO SUI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	26



8.	COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE.....	27
8.1	ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI	28
8.2	VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE	29
9.	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	29
10.	CONCLUSIONI	31



RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI BANCA POPOLARE DI MAROSTICA SCPA A R.L. IN BANCA POPOLARE DELL'ALTO ADIGE SCPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli azionisti di
Banca Popolare dell'Alto Adige Scpa
Via Siemens, 18
I-39100 Bolzano

Agli azionisti di
Banca Popolare di Marostica Scpa a r.l.
Corso Mazzini, 84
36063 Marostica

1. MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO

In data 27 novembre 2014 siamo stati nominati dal Presidente del Tribunale di Bolzano, quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'articolo 2501 sexies, comma terzo e quarto, del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Banca Popolare dell'Alto Adige Scpa (di seguito, "BPAA" o l'"Incorporante") e quelle di Banca Popolare di Marostica Scpa a r.l. (di seguito, "BPM", o l'"Incorporata" e, congiuntamente con BPAA, le "Banche" ovvero le "Società"), relativo al progetto di fusione per incorporazione di BPM in BPAA (di seguito, "la Prospettata Operazione" o "la Prospettata Fusione").

BPAA e BPM, avvalendosi della norma di cui all'articolo 2501 sexies, comma quarto, del Codice Civile hanno, infatti, richiesto e ottenuto dal Presidente del Tribunale di Bolzano la nomina di un esperto comune ai fini della relazione sul citato rapporto di cambio.

La Prospettata Fusione costituisce la premessa per la creazione di una realtà bancaria del Nord-Est con dimensione, presidio territoriale, efficienza e redditività tali da conferirle un nuovo rilievo competitivo sul mercato. In particolare, la Prospettata Operazione, a) crea una banca molto concorrenziale fin dalla sua costituzione in una delle aree più ricche del paese, con un elevato tasso di penetrazione nei mercati delle due Banche e rete distributiva complementare, fortemente radicata in tutti i centri delle aree storicamente servite da BPAA e BPM; b) assicura il mantenimento dell'identità locale di BPAA e di BPM, rafforzandola tramite la creazione di due poli territoriali, con direzioni commerciali dedicate alle comunità locali e funzionali al mantenimento di un elevato livello di servizio e stretto collegamento con

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: **Milano** 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.890.000,00 i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 0712132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhrer 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - **Parma** 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - **Trento** 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

la clientela e con le aree di tradizionale insediamento: la banca nata dalla Prospettata Fusione avrà dunque due mercati storici di pari rilievo che proseguiranno la memoria di tradizione cooperativa di BPAA e di BPM; c) sviluppa pienamente il potenziale reddituale della banca risultante dalla Prospettata Operazione, integrando due modelli commerciali omogenei tra loro, con un approccio alla clientela del tutto assimilabile e, grazie alla complementarietà delle reti, senza necessità di interventi di ristrutturazione se non marginali; d) pone le premesse per future operazioni di posizionamento della banca risultante dalla Prospettata Fusione in un contesto di forte competizione sistemica.

A tal fine, abbiamo ricevuto da BPAA e da BPM il progetto di fusione, corredato delle apposite relazioni degli Amministratori, approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 24 ottobre 2014, che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'articolo 2501 quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni.

Le situazioni patrimoniali di cui all'articolo 2501-quater del Codice Civile di BPAA e di BPM sono rappresentate dalla relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2014 di BPM e dalla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2014 di BPAA, approvate dai relativi Consigli di Amministrazione, rispettivamente, in data 5 settembre 2014 e 1 agosto 2014, corredate dalle relazioni delle Società di Revisione sulla revisione contabile limitata, emesse in data 8 settembre 2014 e 11 agosto 2014, rispettivamente.

L'efficacia della Prospettata Fusione è subordinata all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte di Banca d'Italia e dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), pertanto le Assemblee Straordinarie degli azionisti di BPAA e di BPM chiamate ad approvare il progetto di fusione saranno convocate una volta ricevuta comunicazione dell'avvenuta autorizzazione alla Prospettata Operazione di Fusione, da parte degli Organi di Vigilanza pocanzi citati.

2. NATURA E PORTATA DELLA RELAZIONE

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di BPAA e di BPM, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, secondo quanto descritto nei successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella Prospettata Fusione. Tale valutazione è stata svolta dagli Amministratori di BPAA e di BPM e deve, pertanto, essere unicamente considerata in termini relativi e con riferimento alla Prospettata Operazione.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente da BPAA e da BPM, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione ricevuta o messa a nostra disposizione ed, in particolare:

- i) il progetto di fusione e le relazioni degli Amministratori di BPAA e di BPM, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 24 ottobre 2014 e indirizzato alle rispettive Assemblee Straordinarie, che proponeva, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2014 di BPAA e di BPM, il seguente rapporto di cambio:

2,656 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM

Tale rapporto di cambio è stato stabilito tenuto conto del fatto che: a) le nuove azioni ordinarie BPAA che verranno emesse e assegnate in concambio nell'ambito della Prospettata Fusione, non avranno diritto al dividendo che l'Assemblea Ordinaria dei soci BPAA dovesse deliberare con riferimento all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014; b) nell'ambito della Prospettata Fusione, BPM procederà alla distribuzione parziale di riserve disponibili di BPM a favore di propri azionisti per un ammontare corrispondente, in termini unitari, ad Euro 23,00 per ciascuna azione ordinaria BPM in circolazione, escluse le azioni proprie che BPM dovesse detenere in portafoglio ("Dividendo Straordinario BPM"). Tale distribuzione verrà approvata dall'Assemblea Ordinaria di BPM immediatamente dopo l'approvazione del Progetto di Fusione. Il Dividendo Straordinario BPM complessivo teorico massimo sarebbe pari ad Euro 58.995.000; sulla base del numero di azioni proprie al 30 giugno 2014, il Dividendo Straordinario BPM è pari a Euro 57.662.127.

Inoltre, nell'ambito della Prospettata Fusione, l'Incorporante aumenterà il proprio capitale sociale in via scindibile per massimi nominali Euro 3.188.316, mediante emissione di massime numero 797.079 azioni ordinarie da nominali Euro 4,00 ciascuna, da assegnare gratuitamente quale premio fedeltà (di seguito, il "Premio Fedeltà") agli azionisti BPM che diventeranno azionisti di BPAA, e che manterranno ininterrottamente il possesso delle azioni BPAA loro attribuite in concambio per il periodo di 36 mesi dall'efficacia della Prospettata Fusione. Tali soggetti avranno diritto, senza ulteriori esborsi, all'assegnazione del Premio Fedeltà avente ad oggetto azioni BPAA, nel rapporto di n° 0,117 azioni di nuova emissione per ogni azione ricevuta in concambio alla data di efficacia della Fusione. Tale diritto all'assegnazione gratuita di azioni BPAA non spetterà ai soci che dovessero alienare, anche solo parzialmente, le azioni ricevute in concambio entro 12 mesi dall'efficacia della Prospettata Fusione e si ridurrà proporzionalmente in caso di vendita parziale delle azioni ricevute in concambio intervenuta tra la scadenza del 12° mese e del 36° mese successivo alla data di efficacia della Prospettata Fusione. Se si considerasse il numero massimo di azioni emettibili in virtù del Premio Fedeltà, il rapporto di cambio sarebbe pari a 2,967 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

Il rapporto di cambio riportato sopra è stato determinato dagli Amministratori utilizzando

anche le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui al successivo punto ii).

- ii) Le relazioni di stima predisposte da Rothschild SpA (di seguito, “Rothschild”) e Gualtieri e Associati (di seguito, “Studio Gualtieri” e congiuntamente con Rothschild, gli “*Advisor finanziari*” o anche i “Consulenti”), in qualità, rispettivamente, di Consulenti degli Amministratori di BPAA e di BPM; tali relazioni, datate, rispettivamente, 24 ottobre 2014 e 15 ottobre 2014, predisposte su incarico delle Banche, espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo dai Consulenti.
- iii) La seguente documentazione è stata utilizzata dai Consulenti delle Banche per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
 - o Relazione finanziaria semestrale consolidata di BPM e relazione finanziaria semestrale di BPAA, al 30 giugno 2014. Tali relazioni finanziarie, approvate dagli Amministratori rispettivamente in data 5 settembre 2014 e 1 agosto 2014, sono state assoggettate a revisione contabile limitata da parte, rispettivamente, di Reconta Ernst & Young SpA che ha emesso in data 8 settembre 2014 la relazione sulla revisione contabile limitata al bilancio consolidato semestrale abbreviato di BPM e di BDO SpA che ha emesso in data 11 agosto 2014 la relazione sulla revisione contabile limitata al bilancio semestrale abbreviato di BPAA;
 - o Relazione finanziaria semestrale consolidata di BPM e relazione finanziaria semestrale di BPAA al 30 giugno 2011, 2012 e 2013. Tali relazioni finanziarie sono state assoggettate a revisione contabile limitata da parte, rispettivamente, di Reconta Ernst & Young SpA e di BDO SpA;
 - o Bilanci civilistici annuali e consolidati di BPM relativi agli esercizi 2011, 2012 e 2013 corredati dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale. Tali bilanci sono stati assoggettati a revisione contabile completa da parte di Reconta Ernst & Young SpA.;
 - o Bilanci civilistici annuali di BPAA relativi agli esercizi 2011, 2012 e 2013 corredati dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale. Tali bilanci sono stati assoggettati a revisione contabile completa da parte di BDO SpA;
 - o Piani industriali stand-alone 2014-2016 di BPAA e di BPM, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione, rispettivamente, in data 13 dicembre 2013 e 29 novembre 2013 e proiezioni per gli anni 2017-2020 delle Banche. Si precisa che il piano industriale di BPM approvato a fine novembre 2013 è stato aggiornato ad inizio 2014 e approvato nella nuova versione dal Consiglio di Amministrazione in data 13 marzo 2014. Si precisa, inoltre, che il piano industriale 2014-2016 di BPM è stato rettificato dal Consulente di BPM, rispetto alla versione approvata dal Consiglio di Amministrazione, per introdurre l'ipotesi dell'emissione di una passività subordinata

volta a garantire il rispetto del requisito del *total capital ratio* richiesto da Banca d'Italia a BPM, pari all'11 per cento (le "Proiezioni BPAA" e le "Proiezioni BPM"). La rettifica suddetta è stata condivisa con gli Amministratori di BPM;

- Stima delle sinergie realizzabili con la Prospettata Fusione, sviluppate dal Management di BPAA;
- Proiezioni finanziarie integrate di BPAA e BPM per gli anni 2015-2017 elaborate da BPAA;
- Comunicati stampa emessi da BPAA e BPM;
- Ipotesi di dividendo che potrà essere distribuito agli azionisti di BPAA nell'anno 2015, relativo al risultato dell'esercizio 2014, così come comunicata dal Management di BPAA (Euro 0,30 per azione);
- Manifestazione di interesse sottoposta l'11 aprile 2014 da BPAA;
- Offerta vincolante per l'aggregazione tra BPM e BPAA sottoposta in data 26 giugno 2014 da BPAA;
- *Addendum* all'offerta vincolante sottoposto in data 23 luglio 2014 da BPAA.

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

- Statuti vigenti di BPAA e di BPM e il testo dello statuto della società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Prospettata Fusione che verrà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria delle due Società;
- Istanza ex articolo 57, 56 e 61 del DLgs 385/1993 presentata a Banca d'Italia da BPAA;
- Formulario per la comunicazione di un'operazione di concentrazione all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ai sensi dell'articolo 16, Legge n.287/1990, presentato da BPAA;
- Report gestionali descrittivi della situazione trimestrale al 30 settembre 2014 di BPAA;
- Dati di preconsuntivo al 31 dicembre 2014 di BPAA;
- Report gestionali descrittivi della situazione trimestrale al 30 settembre 2014 di BPM a confronto con gli obiettivi del piano industriale;
- Dati di preconsuntivo al 31 dicembre 2014 di BPM;

- Informazioni raccolte e/o predisposte dai Consulenti su società operanti a livello nazionale ed internazionale nello stesso settore di riferimento; in particolare, ci si è avvalsi di informazioni pubbliche relative ad alcune società quotate, nonché riferibili a operazioni di fusione ritenute rilevanti ai fini dell'incarico;
- Fogli di lavoro predisposti dai Consulenti di BPAA e di BPM, a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Società per la determinazione del rapporto di cambio;
- Documentazione relativa ai principali eventi successivi avvenuti dalla data del 1° luglio 2014 e fino alla data della presente relazione;
- Verbali dei Consigli di Amministrazione di BPAA e di BPM, nonché i verbali dei Comitati Esecutivi di BPM dal 1° luglio 2014;
- Relazione illustrativa degli Amministratori di BPAA e BPM sul progetto di fusione del 24 ottobre 2014;
- Elementi contabili e statistici, nonché ulteriori documenti e informazioni ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle direzioni delle Banche, non sono intervenute modifiche significative ai dati e alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA E DI BPM PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

4.1 ASPETTI GENERALI

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio tra BPAA e BPM, gli Amministratori delle Società (di seguito gli "Amministratori") si sono avvalsi dell'assistenza e del supporto di Rothschild e dello Studio Gualtieri, rispettivamente, in qualità di *Advisor* finanziari di BPAA e di BPM.

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, in considerazione della rilevanza e complessità della Prospettata Fusione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea le Società.

Il principio di omogeneità, privilegiato nella scelta dei criteri valutativi, è stato applicato compatibilmente con gli elementi caratteristici di BPAA e di BPM. I valori indicati dagli Amministratori delle Società, con l'ausilio dei rispettivi *Advisor* finanziari, assumono, pertanto, a loro giudizio, significato nel loro profilo relativo e sono da interpretarsi, in via esclusiva, a supporto della determinazione del rapporto di cambio, nell'ambito della Prospettata Fusione.

In particolare, ai fini dell'operazione in oggetto, i valori economici di BPAA e di BPM sono stati stimati sulla base sia di un'ottica *stand alone*, ovvero a prescindere dagli eventuali effetti che potrebbero derivare dal più ampio progetto industriale, sia tenendo conto della valenza strategica dell'operazione e della potenziale creazione di valore, mediante l'analisi delle sinergie provenienti dall'operazione.

Da ultimo, la valutazione delle Società è stata effettuata dagli Amministratori di BPAA e di BPM, supportati dai rispettivi Consulenti, sulla base delle seguenti assunzioni:

- che si verifichi la distribuzione di un dividendo pari a Euro 0,30 per azione nel 2015, di competenza dell'esercizio 2014, da parte di BPAA ("Dividendo Ordinario BPAA"). Tale distribuzione spetterà a tutte le azioni in circolazione escluse le nuove azioni ordinarie che verranno emesse e assegnate in concambio nell'ambito della Prospettata Fusione.
- che si verifichi, prima della data di efficacia della fusione, la distribuzione parziale di riserve disponibili BPM a favore dei propri azionisti per un ammontare corrispondente, in termini unitari, ad Euro 23,00 per ciascuna azione ordinaria BPM in circolazione, escluse le azioni proprie che BPM dovesse detenere in portafoglio; sulla base del numero di azioni proprie al 30 giugno 2014, il Dividendo Straordinario BPM ammonta a Euro 57.662.127.

4.2 METODI DI VALUTAZIONE: CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI

Di seguito si riepilogano le metodologie di valutazione utilizzate, rispettivamente, dagli Amministratori di BPAA e di BPM, supportati dai rispettivi Consulenti.

4.2.1 Metodi di valutazione adottati dal Consulente e dagli Amministratori di BPAA

Alla luce delle considerazioni precedentemente illustrate e tenuto conto, tra gli altri aspetti, sia delle caratteristiche qualitative di BPAA e di BPM, sia della prassi valutativa relativa a operazioni similari realizzate in Italia e all'estero, le metodologie di valutazione principali utilizzate dagli Amministratori, di BPAA con il supporto e l'assistenza di Rothschild, sono le seguenti:

- Metodo del Dividend Discount Model ("DDM");
- Modello di Gordon/EVA nella versione *growth adjusted*.

I risultati ottenuti mediante l'applicazione di tali metodologie principali sono stati verificati mediante lo sviluppo di un'analisi di contribuzione nonché attraverso il rapporto di cambio implicito nei valori attribuiti alle Banche dalle rispettive assemblee.

Gli Amministratori di BPAA, supportati da Rothschild, non hanno ritenuto opportuno applicare il metodo dei multipli di Borsa, in quanto, la comparabilità dei business di BPAA e di BPM, avrebbe condotto a determinare un campione analogo di società quotate per entrambe le Banche e l'applicazione all'utile e al patrimonio netto / patrimonio netto tangibile di ciascuna banca dei medesimi multipli, avrebbe condotto ai medesimi risultati prodotti dall'analisi di contribuzione relativa.

Infine, tenuto conto della valenza strategica dell'integrazione con BPM per gli azionisti di BPAA, dell'assetto di *governance* concordato nell'ambito della Prospettata Fusione e del livello di competizione nell'ambito del processo di selezione del *partner* condotto da BPM, gli Amministratori di BPAA con il supporto di Rothschild, hanno anche identificato il rapporto di cambio massimo giustificabile per gli azionisti di BPAA, tenendo in considerazione le sinergie attese dalla Prospettata Fusione (Analisi della creazione di valore) e mediante l'analisi di transazioni comparabili (metodo delle transazioni comparabili).

4.2.2 Metodi di valutazione adottati dal Consulente e dagli Amministratori di BPM

Alla luce delle considerazioni precedentemente illustrate e tenuto conto, tra gli altri aspetti, sia delle caratteristiche qualitative di BPAA e di BPM, sia della prassi valutativa relativa a operazioni similari realizzate in Italia e all'estero, le metodologie di valutazione utilizzate dagli Amministratori di BPM, con il supporto e l'assistenza di Studio Gualtieri, sono le seguenti:

- Metodo del Dividend Discount Model ("DDM");
- Modello di Gordon/ EVA nella versione *growth adjusted*;
- Metodo dei multipli di Borsa.

Infine, tenuto conto della valenza strategica della Prospettata Fusione, dell'assetto di *governance* concordato nell'ambito della Prospettata Fusione e del livello di competizione nell'ambito del processo di selezione del *partner* condotto da BPM, gli Amministratori di BPM con il supporto di Studio Gualtieri hanno anche identificato, per ciascuna delle metodologie descritte sopra, il rapporto di cambio massimo, riveniente dall'attribuzione per intero all'azione BPM del valore attuale delle sinergie attese dalla Prospettata Fusione (Analisi della creazione di valore).

4.2.3 Descrizione delle metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori di BPAA e BPM con il supporto dei rispettivi Consulenti

Di seguito, riportiamo una sintetica descrizione delle metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori delle Banche, con il supporto dei Consulenti incaricati.

4.2.3.1 Il metodo del DDM

Il DDM rappresenta una variante del metodo dei flussi di cassa. In particolare, tale metodo, nella variante dell'"*Excess Capital*", stabilisce che il valore economico di una banca è dato dal valore attuale netto di un flusso di dividendi determinato sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali minimi imposti dall'Autorità di Vigilanza.

Sulla base di tale metodo, il valore economico di una banca è pari alla somma di:

- Valore attuale dei flussi di cassa (i.e. dividendi) futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti sulla base di un *business plan* pluriennale, mantenendo un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a consentire lo sviluppo futuro;

- Valore attuale del valore terminale, calcolato considerando il flusso di cassa (i.e. dividendo) dell'ultimo anno di previsione esplicita, il costo dei mezzi propri ed il tasso di crescita perpetuo.

La metodologia del DDM stima pertanto il valore del capitale economico di una banca mediante la 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 si articola nelle seguenti fasi:

- Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento;
- Determinazione del tasso di crescita perpetua e del tasso di attualizzazione: il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”);
- Calcolo del valore terminale, che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa teoricamente distribuibili agli azionisti nel lungo termine, oltre il periodo di previsione esplicita.

In particolare, il tasso di attualizzazione K_e è ottenuto attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$K_e = \text{Risk Free Rate} + \beta * \text{Risk Premium}$$

dove:

- *Risk Free Rate*: identifica il rendimento fornito dagli investimenti privi di rischio con scadenza nel medio - lungo periodo, assunto come equivalente al rendimento dei titoli di Stato con scadenze similari;
- *Risk Premium*: è il premio richiesto sugli investimenti azionari, in termini di differenziale di rendimento rispetto agli investimenti privi di rischio (titoli di Stato a medio - lungo termine);
- Beta (β): vale a dire il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento, ovvero questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato.

4.2.3.2 Il Metodo del Modello di Gordon/EVA nella versione growth adjusted

Tale metodo determina il valore economico di una banca sulla base della relazione tra i) la redditività futura sostenibile nel lungo termine, ii) il tasso di crescita atteso nel lungo periodo e iii) il tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio, coerente con il mantenimento di un adeguato livello di patrimonializzazione.

In particolare, tale metodologia è basata sulla seguente formula:

$$W = (ROTE - g) / (Ke - g) \times PNT + EC$$

dove:

- W: valore del capitale economico della società;
- ROTE: ovvero *Return on Tangible Equity*, rappresenta la redditività futura sostenibile nel lungo periodo in funzione di un determinato livello di patrimonializzazione;
- g: indica il tasso di crescita atteso nel lungo periodo;
- Ke: indica il tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio e viene calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*;
- PNT: indica il valore del patrimonio netto dedotte le attività immateriali ed eventuali avviamenti; generalmente ai fini della determinazione del PNT si fissa un livello di CET 1 ratio target;
- EC: indica l'*Excess Capital* (o l'eventuale mancanza di capitale) stimato sulla base del CET 1 ratio target.

4.2.3.3 Il Metodo dei multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- *Identificazione delle società comparabili* - L'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di

riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

- *Definizione dell'intervallo temporale di riferimento* - La determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- *Determinazione dei multipli ritenuti più significativi* - Sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- *Applicazione dei multipli alle società in esame* - I multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispondenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

4.2.3.4 Metodo di Controllo: il Metodo dell'Analisi di Contribuzione

Il metodo dell'analisi di 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 banca 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.

4.2.3.5 Metodo di Controllo: il Metodo del valore attribuito dalle rispettive assemblee

Il metodo del valore attribuito dalle rispettive assemblee determina il valore di ogni banca in funzione del valore attribuito ad ogni azione delle banche partecipanti al processo di aggregazione dall'ultima assemblea dei soci che ha deliberato in merito.

4.2.3.6 Analisi del rapporto di cambio massimo: Metodo della creazione di valore

L'applicazione del metodo della creazione di valore individua, nell'ambito di un'operazione di aggregazione, il premio massimo pagabile sul valore *fair* del capitale economico dell'azienda *target* senza trasferimento di valore tra gli azionisti dell'azienda aggregante e quelli dell'azienda *target*, in relazione alla valenza strategica della transazione.

La modalità con la quale tale metodologia viene applicata è quella di aggiungere tutto il valore delle sinergie potenzialmente sviluppabili a seguito di una transazione al valore *stand alone* dell'azienda

target; ne consegue che tale metodologia non è per sua natura idonea a determinare un valore del capitale economico *stand alone*.

4.2.3.7 Analisi del rapporto di cambio massimo: Metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili individua il valore del capitale economico di un'azienda nell'ambito di una transazione sulla base dei prezzi pagati per transazioni simili. Tali transazioni possono incorporare il riconoscimento di un premio legato i) ai benefici ottenibili in termini di sinergie realizzabili dall'operazione, ii) all'eventuale acquisizione del controllo, di un'influenza dominante o di quote rilevanti, iii) alla valenza strategica dell'operazione per le parti coinvolte.

Per sua natura, quindi, il risultato di tale metodo non è significativo per la determinazione del valore *stand alone* di una azienda.

Nell'applicazione del criterio delle transazioni comparabili, alla difficoltà di identificare aziende omogenee sotto ogni profilo, si aggiunge la peculiare difficoltà di identificare transazioni con caratteristiche paragonabili, a titolo esemplificativo, per profilo strategico, percentuali del capitale scambiate, forma giuridica dell'operazione (fusione o acquisizione), dimensione relativa delle aziende partecipanti all'operazione.

4.3 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA

Gli Amministratori di BPAA hanno complessivamente condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dal proprio Consulente Rothschild, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti. Al riguardo, vengono di seguito riportati i dettagli relativi all'applicazione delle metodologie utilizzate da Rothschild, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini relativi.

Nell'applicazione dei suddetti metodi, Rothschild ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore bancario.

4.3.1 Metodi principali (Metodo del DDM e Metodo del Modello di Gordon/EVA nella versione *growth adjusted*)

i) Metodo del DDM

Rothschild ha adottato il metodo 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 tale variante si presta meglio alla valorizzazione in modo omogeneo delle due Società, prescindendo dalla politica di distribuzione annunciata o storicamente perseguita che potrebbe distorcere l'analisi.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile necessario all'applicazione del metodo, Rothschild ha definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività delle Società, quantificandolo in un coefficiente "*Common Equity Tier 1 Capital Ratio Target*" pari all'8,5 per cento.

E' stato identificato, inoltre, come orizzonte temporale prescelto per la determinazione dei flussi, il periodo 2014 – 2020 sulla base dei Piani Industriali 2014-2016 delle due Banche e delle proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2017-2020. Oltre il 2020, il valore di BPAA e di BPM è stato determinato mediante l'attualizzazione del valore terminale.

Il tasso di sconto (k_e) utilizzato da Rothschild è il medesimo per le due Banche ed è pari all'8,82 per cento, calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + (\text{Beta} * (R_m - R_f))$$

dove:

- " R_f " (*risk-free rate*) = nel caso in oggetto, è stata presa in considerazione la media del rendimento del BTP decennale nei sei mesi precedenti la data del 22 ottobre 2014, pari al 2,72 per cento;
- " $R_m - R_f$ " (*market premium*), ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk-free*. E' stato utilizzato un valore del 5,5 per cento;
- "Beta" = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento, ovvero questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato. Ai fini della presente valutazione, Rothschild ha fatto riferimento al Beta mediano, misurato su un intervallo temporale di 3 anni, con rilevazioni settimanali di un campione di banche costituito da Banca Popolare dell'Emilia Romagna, Banca Popolare di Milano, Credem, Banca Popolare di Sondrio, Credito Valtellinese, Banco Desio e Banca Carige; il Beta considerato è pari a 1,11.

In relazione al tasso di crescita perpetua, Rothschild ha preso in considerazione un tasso dell'1,5 per cento per entrambe le Banche.

Il valore terminale è stato calcolato secondo la seguente formula:

$$\text{Valore Terminale} = \text{Flusso di cassa normalizzato} * (1 + g) / (K_e - g)$$

dove:

- "Flusso di cassa normalizzato" = flusso di cassa distribuibile dell'ultimo anno di periodo esplicito, al netto dell'importo necessario alla copertura della crescita dei Risk Weighted Assets, ipotizzata pari al tasso g ;
- " g " = tasso nominale di crescita sostenibile di lungo periodo;
- " K_e " = tasso di attualizzazione, rappresentato dal costo del capitale di rischio.

Sulla base dell'applicazione di tale metodologia e sulla base delle analisi di *sensitivity*, condotte considerando variazioni del tasso di sconto e del tasso di crescita di lungo periodo pari a +/- 50bps, Rothschild ha ottenuto il seguente intervallo di rapporti di cambio: 2,247-2,615 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

ii) Metodo del Modello di Gordon/EVA nella versione *growth adjusted*

Ai fini della determinazione del valore economico di BPAA e di BPM con il metodo del Modello di Gordon, è stato calcolato il ROTE medio previsto a regime nelle proiezioni finanziarie delle Banche. Il livello minimo di patrimonializzazione, CET 1 Ratio target, il costo del capitale proprio ed il tasso di crescita di lungo periodo sono i medesimi descritti precedentemente per il DDM.

Sulla base dell'applicazione di tale metodologia e sulla base delle analisi di *sensitivity*, condotte considerando variazioni del tasso di sconto e del tasso di crescita di lungo periodo pari a +/- 50bps, Rothschild ha individuato un rapporto di cambio incluso nell'intervallo 2,427 - 2,639 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

4.3.2. Metodi di controllo (Metodo dell'analisi di contribuzione e metodo del valore attribuito dalle rispettive assemblee)

i) Metodo dell'analisi di contribuzione

Ai fini della determinazione del peso relativo di BPAA e di BPM sulla base del metodo dell'analisi di contribuzione, Rothschild ha preso in considerazione le seguenti grandezze: utile netto, crediti verso la clientela, patrimonio netto, patrimonio netto tangibile e raccolta totale. In relazione a tali grandezze sono stati presi in considerazione i dati *actual* al 30 giugno 2014 e i dati attesi risultanti dalle proiezioni 2014-2020 delle due Banche.

Mediante l'applicazione di tale metodologia Rothschild non ha identificato un valore economico assoluto delle Banche, ma si è limitata a determinare il peso relativo di ciascuna di esse nell'entità risultante dalla Prospettata Fusione ed il corrispondente rapporto di cambio, che è stato individuato all'interno del seguente intervallo: 1,978-3,549 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

ii) Metodo del valore attribuito dalle rispettive assemblee

In funzione dell'applicazione di tale metodologia, Rothschild ha identificato il valore economico di ogni azione BPAA e BPM con i valori deliberati dalle relative assemblee rispettivamente in data 29 aprile 2014 e 27 aprile 2014, tenuto conto del Dividendo Ordinario BPAA e del Dividendo Straordinario BPM.

Sulla base dell'applicazione di tale metodologia, Rothschild ha identificato un rapporto di cambio pari a 2,698 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

4.3.3 Analisi del rapporto di cambio massimo (metodo della creazione di valore e metodo delle transazioni comparabili)

i) Metodo della creazione di valore

Nell'applicazione di tale metodo di valutazione, Rothschild ha determinato il valore economico relativo di BPM, sommando alla media dei valori economici *stand alone* della stessa risultante dall'applicazione dei metodi principali precedentemente descritti, il premio massimo riconoscibile agli azionisti di BPM.

Tale premio è correlato al valore attuale netto delle sinergie stimate dagli Amministratori di BPAA, al netto dei costi di ristrutturazione derivanti dalla Prospettata Operazione di Fusione; la stima è stata sviluppata da Rothschild ipotizzando quali parametri di riferimento, un costo del capitale dell'8,82 per cento ed un tasso di crescita di lungo termine dell'1,5 per cento.

Sulla base dell'applicazione di tale metodologia, Rothschild ha determinato un rapporto di cambio corrispondente al premio massimo teorico, che potrebbe essere riconosciuto agli azionisti di BPM, stimato assumendo che vengano integralmente attribuite all'Incorporata le sinergie attese dalla Prospettata Operazione. Il rapporto di cambio determinato si colloca nel seguente intervallo: 4,035 – 4,109 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

ii) Metodo delle transazioni comparabili

Rothschild ha proceduto ad analizzare i premi pagati in operazioni di fusione comparabili, di carattere domestico, avvenute nel mercato bancario italiano, la cui valenza strategica per le parti, il grado di competizione nell'ambito del processo e le sinergie estraibili hanno giustificato il pagamento di un premio. L'analisi è stata effettuata comparando il rapporto di cambio stimato in tali fusioni attraverso l'applicazione di metodologie analitiche di valutazione basate su una visione *stand alone* delle Banche partecipanti all'operazione, con quello finale proposto alle rispettive assemblee.

4.4 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI BPM

Gli Amministratori di BPM hanno complessivamente condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dal proprio Consulente Studio Gualtieri, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti. Al riguardo, vengono di seguito riportati i dettagli relativi all'applicazione delle metodologie utilizzate da Studio Gualtieri, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini relativi.

Nell'applicazione dei suddetti metodi, Studio Gualtieri ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore bancario.

i) *Metodo del DDM*

Studio Gualtieri ha adottato il metodo 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 tale variante si presta meglio alla valorizzazione in modo omogeneo delle due Società, prescindendo dalla politica di distribuzione annunciata o storicamente perseguita che potrebbe distorcere l'analisi.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile necessario all'applicazione del metodo, Studio Gualtieri ha definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività delle Società, quantificandolo in un coefficiente *Common Equity Tier 1 Capital Ratio Target* pari all'8,5 per cento.

E' stato identificato, inoltre, come orizzonte temporale prescelto per la determinazione dei flussi, il periodo 2014 – 2020 sulla base dei Piani Industriali 2014-2016 delle due Banche e delle proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2017-2020. Oltre il 2020, il valore di BPAA e di BPM è stato determinato mediante l'attualizzazione del valore terminale.

Il tasso di sconto (k_e) utilizzato da Studio Gualtieri è il medesimo per le due Banche ed è pari al 9,15 per cento, calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + (\text{Beta} * (R_m - R_f))$$

dove:

- “ R_f ” (*risk-free rate*) = nel caso in oggetto, è stato preso in considerazione il rendimento medio dei BTP decennali nei 24 mesi precedenti il 1° ottobre 2014, pari al 3,90 per cento;
- “ $R_m - R_f$ ” (*market premium*), ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk-free*. E' stato utilizzato un valore del 5 per cento;
- “Beta” = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento, ovvero questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato. Ai fini della presente valutazione, Studio Gualtieri ha fatto riferimento al Beta medio, misurato su un intervallo temporale di 2 anni precedenti il 1° ottobre 2014, con rilevazioni settimanali giornaliere di un campione di banche costituito da Banco Desio, Credito Valtellinese, Banca Carige, Banca Popolare di Sondrio, Credito Emiliano, Banca Popolare di Milano e Banca Popolare dell'Emilia Romagna; il Beta considerato è il Beta levered ed è pari a 1,05.

In relazione al tasso di crescita perpetua, Studio Gualtieri ha preso in considerazione un tasso dell'1,5 per cento per entrambe le Banche.

Il valore terminale è stato calcolato secondo la seguente formula:

$$\text{Valore Terminale} = \text{Flusso di cassa normalizzato} * (1 + g) / (K_e - g)$$

dove:

- “Flusso di cassa normalizzato” = flusso di cassa distribuibile dell’ultimo anno di periodo esplicito, al netto dell’importo necessario alla copertura della crescita dei *Risk Weighted Assets*, ipotizzata pari al tasso *g*;
- “*g*” = tasso nominale di crescita sostenibile di lungo periodo;
- “*Ke*” = tasso di attualizzazione, rappresentato dal costo del capitale di rischio.

Sulla base dell’applicazione di tale metodologia e delle analisi di *sensitivity*, condotte considerando variazioni del tasso di sconto pari a +/- 25bps e del tasso di crescita di lungo periodo pari a +/- 50bps, Studio Gualtieri ha ottenuto i seguenti intervalli di valori assoluti di BPAA e di BPM post distribuzione del Dividendo Straordinario BPM e del Dividendo Ordinario BPAA:

- BPM: Euro 98,7 milioni – Euro 117,6 milioni;
- BPAA: Euro 668 milioni – Euro 727,3 milioni.

Ne consegue un rapporto di cambio incluso nell’intervallo: 2,248 – 2,459 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

ii) *Metodo del Modello di Gordon/EVA nella versione growth adjusted*

Ai fini della determinazione del valore economico di BPAA e di BPM con il metodo EVA nella versione *growth adjusted*, è stato calcolato il ROE medio previsto nelle proiezioni finanziarie delle Banche nel triennio 2018-2020, calcolato in funzione di un *Common Equity Tier 1 Capital ratio Target* pari all’8,5 per cento. Il ROE considerato è pari al 10,9 per cento per BPM e 12,1 per cento per BPAA. Il costo del capitale proprio ed il tasso di crescita di lungo periodo sono i medesimi descritti precedentemente per il DDM.

In considerazione del Dividendo Ordinario BPAA e del Dividendo Straordinario BPM e sulla base delle analisi di *sensitivity*, condotte considerando variazioni del tasso di sconto pari a +/- 25bps e del ROE pari a +/- 50bps, Studio Gualtieri ha ottenuto i seguenti intervalli di valori assoluti di BPAA e di BPM:

- BPM: Euro 102,5 milioni – Euro 127,1 milioni;
- BPAA: Euro 675 milioni – Euro 755,6 milioni.

Tenuto conto del numero delle azioni delle Banche, Studio Gualtieri ha identificato il seguente intervallo di rapporti di cambio: 2,309 – 2,557 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

iii) *Metodo dei multipli di Borsa*

Ai fini della determinazione del valore economico di BPAA e di BPM, Studio Gualtieri ha fatto riferimento unicamente al rapporto “capitalizzazione di Borsa/patrimonio netto tangibile”

(Price/Tangible Book Value o P/TBV) in quanto tale rapporto riesce a stimare meglio il rapporto tra redditività e patrimonio di una banca rispetto al più tradizionale multiplo P/BV, in quanto depura il patrimonio delle attività immateriali.

Il campione di banche ritenute comparabili è composto dalle medesime banche considerate ai fini della determinazione del Beta nell'ambito dei metodi del DDM e EVA. I dati di patrimonio netto tangibile delle banche comparabili sono stati ricavati dalle relazioni finanziarie semestrali 2014. I prezzi di mercato delle banche sono stati calcolati considerando una media dei prezzi nei mesi di giugno, luglio e agosto 2014.

Dall'analisi effettuata, Studio Gualtieri ha determinato un multiplo P/TBV pari a 0,77x. L'applicazione di tale multiplo alle corrispondenti grandezze di BPAA e di BPM, dedotto il Dividendo Ordinario BPAA ed il Dividendo Straordinario BPM, ha condotto a determinare i seguenti valori di BPAA e di BPM:

- BPM: Euro 56,3 milioni;
- BPAA: Euro 444,9 milioni.

In considerazione del numero di azioni di BPAA e di BPM, Studio Gualtieri ha identificato un rapporto di cambio pari a 1,925 azioni ordinarie BPAA per ogni azione ordinaria BPM.

iv) Analisi del rapporto di cambio massimo - metodo della creazione di valore

Tenuto conto della valenza strategica dell'integrazione e del livello di competizione che ha caratterizzato il processo di selezione del *partner* condotto da BPM, tradottosi nella presentazione dell'Offerta e dell'*Addendum* e nel riconoscimento ex ante agli azionisti di BPM di una quota delle sinergie, l'analisi valutativa condotta da Studio Gualtieri ha identificato il rapporto massimo teorico riveniente dall'attribuzione per intero all'azione BPM del valore attuale delle sinergie rivenienti dalla Prospettata Fusione, al netto dei costi di ristrutturazione.

In particolare, la determinazione del valore delle sinergie suddette è stata sviluppata da Studio Gualtieri partendo dalla stima delle sinergie al netto dei costi di integrazione elaborati da BPAA e ipotizzando, quali parametri di riferimento, un costo del capitale del 9,15 per cento ed un tasso di crescita di lungo termine dell'1,5 per cento.

Il rapporto di cambio massimo teorico è stato calcolato in corrispondenza di ciascuna metodologia valutativa applicata.

4.5 SINTESI DEI RISULTATI DELLE VALUTAZIONI

Le analisi effettuate hanno, pertanto, portato i Consulenti di BPAA e di BPM a determinare i seguenti intervalli di rapporti di cambio relativi tra le due Società, risultanti dall'applicazione dei metodi illustrati precedentemente.

Di seguito, si riportano i risultati ottenuti da Rothschild:

Sintesi dei risultati ottenuti da Rothschild

	Metodologie principali				Metodologie di controllo			Rapporto di cambio teorico massimo	
	DDM		Modello di Gordon/EVA		Analisi di contribuzione		Valori di Assemblea	Min	Max
	Min	Max	Min	Max	Min	Max			
Rapporto di cambio	2,247	2,615	2,427	2,639	1,978	3,549	2,698	4,035	4,109

La media semplice dei rapporti di cambio derivanti dall'applicazione dei metodi principali ha determinato il seguente intervallo di valore del rapporto di cambio: 2,337-2,627 azioni ordinarie BPAA per ciascuna azione ordinaria BPM.

Il rapporto di cambio corrispondente al premio massimo teorico riconoscibile agli azionisti di BPM, attribuendo interamente a BPM il valore attuale delle sinergie nette attese, si attesta nell'intervallo 4,035 e 4,109.

Di seguito, si riportano i risultati ottenuti da Studio Gualtieri:

Sintesi dei risultati ottenuti da Studio Gualtieri

	DDM		Modello di Gordon/EVA		Metodo dei multipli di Borsa
	Min	Max	Min	Max	
Rapporto di cambio	2,248	2,459	2,309	2,557	1,925
Rapporto di cambio teorico massimo	3,709	4,094	3,831	4,041	4,336

L'applicazione delle metodologie principali descritte sopra ha condotto a determinare il seguente intervallo di rapporti di cambio: 1,925 – 2,557 azioni ordinarie BPAA per ciascuna azione ordinaria BPM.

Il rapporto di cambio massimo teorico che include tutte le sinergie riconoscibili agli azionisti di BPM è stato determinato tra un minimo di 3,709 ed un massimo di 4,336 azioni ordinarie BPAA per ciascuna azione ordinaria BPM.

Infine, tenuto conto della valenza strategica della Prospettata Fusione, dell'assetto di *governance* concordato nell'ambito della Prospettata Fusione, del livello di competizione nell'ambito del processo di selezione del *partner* condotto da BPM, dei risultati del metodo di analisi del rapporto di cambio massimo - che si posizionano al di sopra dei risultati ottenuti mediante i metodi *stand alone* - e dell'analisi dei premi pagati in altre operazioni di fusione che prevedevano un'importante valenza strategica per il soggetto incorporante (metodo delle transazioni comparabili), gli Amministratori di BPAA e di BPM, coadiuvati dai rispettivi *Advisor* finanziari, hanno proposto quale rapporto di cambio, un valore lievemente superiore all'estremo superiore dell'intervallo di rapporti di cambio derivante dai metodi principali *stand alone*, ovvero:

**2,656 nuove azioni ordinarie BPAA
per ciascuna azione ordinaria BPM.**

**5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI
BPAA E DI BPM**

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori di BPAA e di BPM, anche con l'assistenza e il supporto dei rispettivi Consulenti, in ordine alla verifica della congruità del rapporto di cambio, secondo gli approcci valutativi precedentemente illustrati, devono essere considerate alla luce di talune difficoltà di valutazione di seguito sintetizzate.

5.1 DIFFICOLTÀ RISCOSETRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA

- *Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati*

I metodi di valutazione utilizzati dal Consulente e dagli Amministratori di BPAA hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla Prospettata Operazione di Fusione. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate.

- *Mancata applicazione del metodo dei multipli di Borsa*

Gli Amministratori di BPAA supportati da Rothschild hanno ritenuto di non applicare il metodo dei multipli di Borsa, in considerazione del fatto che, svolgendo le Banche un *business* comparabile, il campione di società comparabili quotate selezionate sarebbe stato il medesimo per BPAA e BPM. Di conseguenza, l'applicazione alle grandezze fondamentali di BPAA e di BPM dei medesimi multipli, avrebbe condotto a risultati coincidenti con quelli ottenuti mediante il metodo dell'analisi di contribuzione.

- *Limiti insiti nei dati previsionali*

Le valutazioni, effettuate dagli Amministratori di BPAA sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari prospettici, ivi inclusa la stima delle sinergie e dei costi di integrazione, che presentano per loro natura profili di incertezza; in particolare, mutamenti dello scenario macroeconomico potrebbero modificare in maniera significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei dati economico-finanziari prospettici che potrebbero, quindi, esserne fortemente influenzati. Inoltre, le proiezioni finanziarie sono state elaborate antecedentemente alla predisposizione delle relazioni finanziarie al 30 giugno 2014 di BPAA e di BPM e, pertanto, potrebbero non riflettere eventuali evoluzioni economico-finanziarie delle Banche.

- *Quadro regolamentare*

Le considerazioni svolte dagli Amministratori di BPAA con il supporto di Rothschild assumono che l'attuale quadro regolamentare italiano ed europeo presenti requisiti di continuità rispetto al passato e non sia soggetto a cambiamenti se non quelli pubblicamente noti ad oggi di possibile evoluzione della normativa di riferimento. Vi è, infatti, uno stretto collegamento tra l'attività delle Banche e la regolamentazione di settore; conseguentemente, eventuali modifiche, anche parziali di quest'ultima potrebbero influenzare in maniera rilevante redditività e patrimonio delle Banche.

5.2 DIFFICOLTÀ RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI BPM

- *Limiti insiti nei dati previsionali*

Le valutazioni, effettuate dagli Amministratori di BPM, sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari prospettici contenuti nei piani 2014-2016 delle Banche che presentano per loro natura profili di incertezza. In aggiunta, gli Amministratori, supportati dallo Studio Gualtieri, hanno ritenuto di prolungare detti piani fino al 2020, con un fisiologico grado di incertezza di dette proiezioni. Da ultimo la determinazione del rapporto di cambio massimo ha richiesto la stima delle sinergie di costo e di ricavo e dei costi di integrazione, elementi tutti che presentano per loro natura significativi profili di incertezza.

6. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI BPAA E DI BPM

Sulla base dell'applicazione dei metodi valutativi descritti nel precedente paragrafo 4.3, nonché di un'analisi ragionata dei risultati ottenuti mediante l'applicazione delle diverse metodologie prescelte, illustrate nei precedenti paragrafi 4.4. e 4.5 e tenuto conto della distribuzione del Dividendo Ordinario BPAA e del Dividendo Straordinario BPM, gli Amministratori di BPAA e di BPM hanno determinato il seguente rapporto di cambio:

**2,656 nuove azioni ordinarie BPAA
per ciascuna azione ordinaria BPM.**

Nell'ambito della Prospettata Fusione, BPAA attribuirà, mediante assegnazione gratuita di azioni di nuova emissione, n° 0,117 azioni ordinarie BPAA per ogni azione BPAA assegnata in concambio agli azionisti di BPM che per effetto della Prospettata Fusione diventeranno azionisti di BPAA e che manterranno ininterrottamente il possesso delle azioni BPAA loro attribuite in concambio per il periodo di 36 mesi dall'efficacia della Prospettata Fusione. Tale diritto all'assegnazione gratuita di azioni BPAA (i) non spetterà ai soci che dovessero alienare anche solo parzialmente le azioni ricevute in concambio entro 12 mesi dall'efficacia della Prospettata Fusione e (ii) si ridurrà proporzionalmente in caso di vendita parziale delle azioni ricevute in concambio, intervenuta tra la scadenza del 12° mese e del 36° mese successivo alla data di efficacia della Prospettata Fusione. Se si considerasse l'inclusione nel rapporto di cambio del massimo numero di azioni emettibili a fronte del Premio Fedeltà, lo stesso

incrementerebbe a **n° 2,967 azioni ordinarie BPAA per ciascuna azione ordinaria BPM.**

7. LAVORO SVOLTO

7.1 LAVORO SVOLTO SULLA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Come già indicato in precedenza:

- il bilancio d'esercizio di BPAA al 31 dicembre 2013, corredato dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale, è stato assoggettato a revisione contabile completa ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo del 27 gennaio 2010, n° 39 da parte di BDO SpA senza rilievi né richiami di informativa;
- il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di BPM al 31 dicembre 2013, corredati dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale, sono stati assoggettati a revisione contabile completa ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo del 27 gennaio 2010, n° 39 da parte di Reconta Ernst & Young SpA che, nella relazione di revisione sul bilancio consolidato, riporta il seguente richiamo di informativa: "Si richiama l'informativa fornita dagli Amministratori nelle note esplicative ed integrative in merito alle iniziative attuate, nonché alle ulteriori azioni identificate ed in parte avviate, tra cui la valutazione di una possibile integrazione con altro partner bancario, in relazione alle richieste formulate dalla Banca d'Italia nel provvedimento del 26 marzo 2013";
- la situazione patrimoniale di cui all'articolo 2501-quater del Codice Civile di BPAA è rappresentata dalla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2014 di BPAA approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 1 agosto 2014 e corredata dalla relazione sulla revisione contabile limitata della Società di Revisione BDO SpA, emessa in data 11 agosto 2014; senza rilievi né richiami di informativa;
- la situazione patrimoniale di cui all'articolo 2501-quater del Codice Civile di BPM è rappresentata dalla relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2014 di BPM, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 5 settembre 2014 corredata dalla relazione sulla revisione contabile limitata della Società di Revisione Reconta Ernst & Young SpA, emessa in data 8 settembre 2014 e riportante il seguente richiamo di informativa: "Si richiama l'informativa fornita dagli Amministratori nelle note esplicative ed integrative in merito alle iniziative attuate, nonché alle ulteriori azioni identificate ed in parte avviate, tra cui la valutazione di una possibile integrazione con altro partner bancario, in relazione alle richieste formulate dalla Banca d'Italia del provvedimento del 26 marzo 2013".

Inoltre si consideri che i metodi di valutazione utilizzati dagli amministratori di BPAA e di BPM, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, assumono come base di riferimento i dati economici e patrimoniali al 30 giugno 2014 di BPAA e di BPM.

Gli interventi e le attività di seguito illustrati sono stati svolti nella misura necessaria per il

raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci:

- abbiamo discusso con la società di revisione BDO SpA le risultanze della revisione contabile limitata della relazione semestrale al 30 giugno 2014 e della revisione contabile completa del bilancio d'esercizio 31 dicembre 2013 di BPAA. Inoltre abbiamo discusso degli eventi successivi intervenuti fino alla data della presente relazione;
- abbiamo discusso con la società di revisione Reconta Ernst & Young SpA le risultanze della revisione contabile limitata della relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2014 e della revisione contabile completa del bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato al 31 dicembre 2013 di BPM. Inoltre abbiamo discusso degli eventi successivi intervenuti fino alla data della presente relazione;
- abbiamo raccolto, attraverso discussioni con le Direzioni di BPAA e di BPM informazioni circa gli eventi successivi verificatisi dopo la data di chiusura delle relazioni semestrali sopra menzionate al fine di identificare possibili eventi che non siano stati riflessi nelle situazioni semestrali al 30 giugno 2014, utilizzate come base di riferimento per i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, e che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- abbiamo raccolto la documentazione relativa alle operazioni maggiormente significative relative a BPAA e BPM intervenute dal 1 luglio 2014 fino alla data della presente relazione;
- abbiamo ottenuto l'elenco degli ordini del giorno dei Consigli di Amministrazione, dei Comitati Esecutivi e dei Collegi Sindacali dal primo luglio 2014 e fino alla data della presente relazione di BPAA e BPM; abbiamo successivamente proceduto ad analizzare i punti maggiormente significativi per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci;
- relativamente al piano industriale 2014-2016 di BPAA ed alle proiezioni economico-patrimoniali 2017-2020 di BPAA alla base dell'applicazione dei metodi di valutazione utilizzati, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione dell'Incorporante i criteri e le assunzioni utilizzati per la loro redazione;
- relativamente ai dati previsionali 2014-2020 di BPM, alla base dell'applicazione dei metodi di valutazione utilizzati, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione dell'Incorporata i criteri e le assunzioni utilizzati per la redazione del piano industriale 2014-2016 e con gli Amministratori di BPM e lo Studio Gualtieri i criteri e le assunzioni utilizzati per le proiezioni 2017-2020;
- abbiamo analizzato gli statuti delle Banche e il testo dello statuto della Società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Prospettata Fusione;

- abbiamo discusso e avuto conferma dalle Banche che, per la redazione delle proiezioni economico-patrimoniali delle Banche lungo l'arco temporale 2014-2020, sono stati applicati scenari macroeconomici e formulate, ove ritenuto ragionevole, assunzioni coerenti e omogenee tra le Banche. Ciò in particolare al fine di accertare se i dati e le informazioni concernenti le Banche, utilizzati dagli Amministratori delle Banche e dai loro Consulenti, per l'applicazione dei metodi di valutazione descritti in precedenza, fossero confrontabili;
- abbiamo ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni di BPAA e di BPM, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi tra il 30 giugno 2014 (data delle situazioni patrimoniali di cui all'articolo 2501-quater del Codice Civile di BPAA e di BPM) e la data della presente relazione, tali da influenzare il rapporto di cambio determinato.

7.2 LAVORO SVOLTO SUI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

Si riporta di seguito un elenco delle principali verifiche effettuate:

- abbiamo analizzato criticamente il progetto di fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di BPAA e BPM in data 24 ottobre 2014, le relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione di BPAA e di BPM redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 24 ottobre 2014;
- abbiamo esaminato le relazioni di *fairness opinion* predisposte dai Consulenti delle Banche;
- abbiamo analizzato e discusso con le Direzioni delle Banche e con i loro Consulenti in merito all'esercizio valutativo svolto, alle risultanze dello stesso ed alle correlate motivazioni e giustificazioni;
- abbiamo verificato la completezza, accuratezza e la non contraddittorietà dei procedimenti seguiti e delle motivazioni adottate dagli Amministratori delle Banche e dai loro Consulenti nella determinazione del rapporto di cambio;
- in relazione ai metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori di BPAA, con il supporto di Rothschild, abbiamo determinato, sulla base della documentazione fornitaci, i seguenti valori assoluti delle due Banche post distribuzione del Dividendo Straordinario BPM e del Dividendo Ordinario BPAA:
 - *Metodo del DDM:*
 - BPM: 100,3 – 136,3 €m;
 - BPAA: 677,6 – 790,6 €m,
 - *Metodo di Gordon/EVA nella versione growth adjusted:*

- BPM: 105,3 – 129,3 €m
- BPAA: 660,6 – 743,6 €m;

che permettono di ottenere i rapporti di cambio riportati al paragrafo 4.5, tenuto conto del numero di azioni di BPAA e di BPM.

- abbiamo acquisito gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del rapporto di cambio;
- abbiamo verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme, compatibilmente con gli elementi caratteristici delle Banche;
- abbiamo sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche con il supporto dei loro Consulenti e ulteriori analisi al fine di verificare quanto il rapporto di cambio sia influenzabile da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;
- abbiamo verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 3;
- abbiamo verificato la correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Banche che hanno condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative e le indicazioni dei loro Consulenti.

8. 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 degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del rapporto di cambio; stima che deve essere considerata in termini relativi che, pertanto, non è utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi di valutazione adottati, nelle circostanze, dagli Amministratori di BPAA e di BPM, sono riportate nel prosieguo.

8.1 ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI

L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di BPAA e di BPM è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.

Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, richiamate ai paragrafi 4.3 e 4.4, gli Amministratori hanno considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita. Le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui gli Amministratori, con l'ausilio dei loro Consulenti, hanno fatto ricorso risultano ad oggi quelle più diffusamente applicate, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori, anche internazionali.

I metodi valutativi principali adottati dagli Amministratori delle Banche, coadiuvati dai rispettivi Consulenti, sono stati sviluppati su base *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla Prospettata Fusione.

In relazione al metodo dei multipli di Borsa, l'applicazione di tale metodologia conduce a valori significativamente inferiori rispetto a quelli derivanti dall'utilizzo di criteri analitici poiché i prezzi delle banche quotate riflettono fattori congiunturali, non tutti necessariamente rilevanti nel lungo termine, che deprimono i valori, primo fra tutti l'incremento del fabbisogno patrimoniale che spinge le banche a richiedere agli investitori di sottoscrivere aumenti di capitale di importo elevato.

Nella determinazione del rapporto di cambio, gli Amministratori, con l'ausilio degli *Advisor* finanziari, hanno tenuto conto della valenza strategica dell'operazione, dell'assetto di *governance* concordato nell'ambito della Prospettata Fusione e del livello di competizione nell'ambito del processo di selezione del *partner* condotto da BPM.

Rispetto ai valori economici rivenienti dallo sviluppo delle metodologie valutative *stand alone*, gli Amministratori, con il supporto dei rispettivi Consulenti incaricati, hanno negoziato un rapporto di cambio che incorpora le aspettative di creazione di valore connesse alla Prospettata Fusione. In particolare, il rapporto di cambio prescelto incorpora un premio, rispettivamente, dell'1 per cento e del 4 per cento, rispetto all'estremo superiore degli intervalli di valori determinati dagli Amministratori di BPAA e di BPM. Tale premio diventa pari, rispettivamente, al 13 per cento ed al 16 per cento, nel caso in cui si determini il rapporto di cambio considerando la totalità delle azioni emettibili con il Premio Fedeltà.

Riteniamo che la scelta degli Amministratori di individuare il rapporto di cambio proposto in un valore che incorpora un premio rispetto al limite superiore dell'intervallo di valori di rapporto di cambio risultante dall'applicazione dei metodi di valutazione *stand alone*, sia giustificata dalla considerazione della valenza strategica della Prospettata Fusione e delle sinergie derivanti dalla stessa, i cui effetti teorici sul rapporto di cambio sono stati misurati attraverso l'applicazione dei metodi dell'analisi delle transazioni comparabili e dell'analisi della creazione di valore. Tali metodologie sono comunemente accettate per operazioni con caratteristiche simili. Si noti inoltre che nell'operazione in esame, il premio riconosciuto agli azionisti di BPM, implicito nel rapporto di cambio proposto, sia in quello base

che in quello comprensivo del Premio Fedeltà, si colloca su valori sostanzialmente in linea con i premi medi osservati in altre fusioni bancarie avvenute nel mercato italiano.

8.2 VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori di BPAA e di BPM con il supporto dei Consulenti si basano su previsioni economico-patrimoniali delle Società per il periodo 2014-2020.

I dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Va, infine, tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate si manifestassero.

Sotto diverso profilo, si evidenzia come l'elaborazione delle proiezioni 2014-2020 delle Società sia stata frutto di un processo condiviso tra le due Banche in merito ai criteri ed alle principali assunzioni, tali da rendere le proiezioni stesse il più omogenee possibili. Tale considerazione risulta, pertanto, in linea con il principio di coerenza e di comparabilità dei metodi di valutazione applicati da parte dei Consulenti e degli Amministratori di BPAA e di BPM.

9. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, fatte salve le considerazioni effettuate dagli Amministratori di BPAA e di BPM e riportate al precedente paragrafo 5, abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi. A tale riguardo, le differenti caratteristiche di BPAA e di BPM sono state oggetto di considerazione, tenendo conto, in particolare, dei possibili riflessi, sia in termini di scelta ed applicazione dei metodi di valutazione, sia di analisi richieste dalle specificità delle Società.

Ciò premesso, si evidenziano gli aspetti di seguito indicati:

- *Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati*

I metodi di valutazione utilizzati dai Consulenti e dagli Amministratori delle Banche hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla Prospettata Operazione di Fusione. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività, per tenere conto di diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.

- *Limiti insiti nei dati previsionali e nelle ipotesi utilizzate*

Le metodologie di valutazione adottate, oltre a far riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate sulle proiezioni 2014-2020 delle Società. Tali dati prospettici e ipotesi, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Di tale difficoltà si è tenuto conto, in particolare, in sede di analisi di coerenza comparativa dei dati previsionali e delle relative assunzioni.

In aggiunta, come peraltro già evidenziato dagli Amministratori di BPAA, si evidenzia che le proiezioni finanziarie di BPAA e di BPM sono state elaborate precedentemente alla predisposizione delle relazioni finanziarie al 30 giugno 2014 delle Banche e, pertanto, potrebbero non riflettere eventuali evoluzioni economico-finanziarie delle Banche. Tale limitazione è stata, tuttavia, superata mediante un'analisi degli eventi successivi al 30 giugno 2014 e tramite l'ottenimento di un'attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni di BPAA e BPM, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi tra il 30 giugno 2014 e la data della presente relazione, tali da influenzare il rapporto di cambio determinato.

- *Volatilità dei mercati*

L'utilizzo da parte dei Consulenti e degli Amministratori di BPM di una metodologia di valutazione che fa riferimento all'apprezzamento da parte del mercato delle potenzialità di sviluppo e della redditività di società operanti nel settore bancario comporta necessariamente il rischio di scontare nell'ambito del processo valutativo la naturale volatilità del mercato stesso. Tale limitazione risulta tuttavia superata, in considerazione del fatto che il campione di società quotate comparabili considerato è il medesimo per le due Banche.

- *Presenza di un premio implicito nel rapporto di cambio*

Il rapporto di cambio proposto dagli Amministratori di BPAA e di BPM alle rispettive Assemblee Straordinarie incorpora un premio rispetto all'intervallo di risultati ottenuti con le metodologie valutative *stand alone* utilizzate dagli Amministratori delle Banche con il supporto dei Consulenti. Tale componente del rapporto di cambio incorpora necessariamente elementi di soggettività e incertezza riconducibili al contesto competitivo nel quale sono state definite tra le parti le condizioni finanziarie della Prospettata Fusione ed alla stima delle sinergie attese. Fermi restando i citati profili di soggettività ed incertezza, si rileva come il premio riconosciuto nell'operazione in esame sia coerente con i premi riconosciuti in operazioni di fusione comparabili, di carattere domestico, avvenute nel mercato bancario italiano, la cui valenza strategica per le parti, il grado di competizione nell'ambito del processo e le sinergie estraibili hanno giustificato il pagamento di un premio.

- *Presenza del Premio Fedeltà*

Nell'ambito della Prospettata Fusione, se si considerasse l'inclusione nel rapporto di cambio del massimo numero di azioni emettibili a fronte del Premio Fedeltà, lo stesso incrementerebbe a n° 2,967 azioni ordinarie BPAA per ciascuna azione ordinaria BPM. In considerazione del fatto che il Premio



Fedeltà spetterà esclusivamente agli azionisti di BPM e alla luce del fatto che tale diritto all'assegnazione gratuita di azioni BPAA (i) non spetterà ai soci che dovessero alienare anche solo parzialmente le azioni ricevute in concambio entro 12 mesi dall'efficacia della Prospettata Fusione e (ii) si ridurrà proporzionalmente in caso di vendita parziale delle azioni ricevute in concambio, intervenuta tra la scadenza del 12° mese e del 36° mese successivo alla data di efficacia della Prospettata Fusione, al momento attuale non è noto il rapporto di cambio finale della Prospettata Operazione. Quest'ultimo sarà noto solo decorsi 36 mesi dalla data di efficacia della Prospettata Fusione. Fermo restando il citato profilo di incertezza, si rileva come anche in ipotesi di integrale assegnazione agli azionisti BPM delle ulteriori azioni gratuite BPAA relative al Premio Fedeltà, le considerazioni riportate nel punto precedente non varierebbero.

10. CONCLUSIONI

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

Padova, 24 dicembre 2014

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Alessandra Mingozi', written in a cursive style.

Alessandra Mingozi
(Revisore Contabile)