



Stima del valore economico del ramo d'azienda
di Banca Popolare di Milano S.c.a r.l. oggetto
di conferimento in Banca Popolare di Mantova
S.p.A.

**Relazione ai sensi dell'articolo 2343 ter, comma 2, lettera
b) del Codice Civile, alla data di riferimento del 30 giugno
2016**

Spettabile
Banca Popolare di Mantova S.p.A.
Piazza Martiri di Belfiore, 7
46100 - Mantova

e p.c.

Spettabile
Banca Popolare di Milano S.c.ar.l.
Piazza F. Meda, 4
20121 - Milano

Milano, 15 settembre 2016

Egregi Signori,

Ci avete incaricato di stimare, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, il valore economico del ramo d'azienda di Banca Popolare di Milano S.c.a r.l. ("BPM") oggetto di possibile conferimento a Banca Popolare di Mantova S.p.A. ("BP Mantova").

La prospettata operazione di conferimento si inserisce nel più ampio progetto di aggregazione ("Fusione") tra BPM e Banco Popolare - Società Cooperativa ("Banco Popolare") e riguarda il ramo d'azienda rappresentato dalla rete di sportelli BPM e dalle attività e passività afferenti i rapporti con la clientela ("Ramo").

L'operazione di conferimento avrà efficacia nell'istante precedente la Fusione e subordinatamente alla stessa ed avverrà in continuità di valori contabili, essendo le attività oggetto di conferimento attribuibili a entità "*under common control*".

Considerate le finalità del nostro incarico, la presente relazione ("Relazione") non intende sostituirsi all'autonomo giudizio delle parti in merito agli aspetti legati alla realizzazione dell'operazione di conferimento ed alle sue condizioni.

Il nostro lavoro si è basato sui presupposti ed è soggetto ai limiti indicati nella presente Relazione. Di tali presupposti e limiti occorre tenere conto nella lettura e interpretazione delle analisi svolte e delle conclusioni raggiunte.

Le considerazioni valutative da noi espresse devono essere considerate esclusivamente nell'ambito della specifica operazione di conferimento e per le finalità dell'incarico ricevuto. I risultati delle nostre analisi non potranno essere utilizzati per finalità diverse, oppure essere visti in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione.

Lo svolgimento del nostro incarico non ha comportato e non determina alcun coinvolgimento da parte di EY S.p.A. ("EY") nella gestione di BPM e/o di BP Mantova, nella definizione del Ramo oggetto di conferimento, né nelle decisioni in merito alla fattibilità o convenienza del conferimento stesso.

Alla luce delle analisi svolte, tenuto conto della finalità, dei presupposti e dei limiti del nostro incarico e delle considerazioni esposte nella presente Relazione, riteniamo che il valore economico del Ramo, stimato alla data di riferimento del 30 giugno 2016 ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, non sia inferiore al valore netto contabile del proprio sbilancio patrimoniale, pari ad Euro 4 miliardi, corrispondente al complessivo valore dell'aumento di capitale di BP Mantova, comprensivo dell'eventuale riserva sovrapprezzo, da liberarsi a servizio del conferimento.

Restiamo a Vostra disposizione per ogni eventuale necessità di chiarimento e, con l'occasione, inviamo i nostri migliori saluti.

EY S.p.A.



Francesco Pau

(Partner)

Indice

1.	Premessa.....	3
1.1	Contesto di riferimento	3
1.2	Natura e finalità dell'incarico.....	3
1.3	Presupposti e limiti	4
1.4	Documentazione di riferimento	6
1.5	Attività svolta.....	6
1.6	Difficoltà di valutazione incontrate.....	7
2.	Descrizione dell'oggetto del conferimento.....	8
2.1	Identificazione della società conferente	8
2.2	Identificazione della società conferitaria.....	8
2.3	Oggetto del conferimento	8
2.4	Situazione patrimoniale.....	9
3.	Approccio valutativo e descrizione dei metodi di valutazione	15
3.1	Scelta dei metodi valutativi	15
3.2	<i>Dividend Discount Model</i>	16
3.2.1	<i>Formulazione del metodo</i>	16
3.2.2	<i>Definizione delle grandezze di riferimento e dei parametri valutativi</i>	17
3.3	Metodo del <i>Warranted Equity Method</i>	19
3.3.1	<i>Formulazione del metodo</i>	19
3.3.2	<i>Definizione delle grandezze di riferimento e dei parametri valutativi</i>	20
3.4	Analisi dei Multipli di Transazioni	20
4.	Conclusioni	22

1. Premessa

1.1 Contesto di riferimento

In data 23 marzo 2016, previa approvazione da parte dei rispettivi organi amministrativi, BPM e Banco Popolare hanno sottoscritto un protocollo di intesa da attuarsi, ai sensi dell'art. 2501 e ss. del Codice Civile, mediante la costituzione per fusione di una nuova società bancaria, avente forma giuridica di società per azioni e denominazione di Banco BPM ("Nuova Capogruppo").

La Nuova Capogruppo svolgerà al contempo la funzione di banca e di *holding* con funzioni operative nonché di coordinamento e direzione unitaria su tutte le società appartenenti al gruppo risultante dalla Fusione.

Nell'ambito degli accordi definiti nel protocollo di intesa e subordinatamente al rilascio delle autorizzazioni di legge, è prevista un'operazione di conferimento di ramo d'azienda da parte di BPM alla società controllata BP Mantova.

Il complesso aziendale oggetto del prospettato conferimento è rappresentato dalla rete di sportelli BPM e dalle attività e passività afferenti i rapporti con la clientela.

L'operazione sarà perfezionata mediante: (i) la deliberazione da parte di BP Mantova di un aumento di capitale sociale riservato al conferimento a servizio di BPM e, quindi, interamente destinato a BPM, senza spettanza del diritto di opzione per gli altri soci, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile; (ii) sottoscrizione e liberazione del predetto aumento di capitale da parte di BPM, mediante conferimento a favore di BP Mantova del Ramo.

L'operazione di conferimento avrà efficacia nell'istante precedente la Fusione e subordinatamente alla stessa ed avverrà in continuità di valori contabili, essendo le attività oggetto di conferimento attribuibili ad entità "*under common control*".

A valle del conferimento, BP Mantova assumerà la denominazione di BPM S.p.A., svolgerà la funzione di banca-rete sottoposta alla direzione e coordinamento della Nuova Capogruppo e avrà una struttura leggera e funzionale, tale da non generare duplicazioni di costi e sovrapposizioni con quella della Nuova Capogruppo.

1.2 Natura e finalità dell'incarico

Nel contesto sopra descritto, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di BP Mantova l'incarico di stimare, alla data di riferimento del 30 giugno 2016, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, il valore economico del Ramo oggetto di conferimento.

Il valore economico cui si fa riferimento è da intendersi quale valore corrente teorico, inteso come quel valore che, in normali condizioni di mercato e per le finalità dell'operazione in esame, possa essere considerato congruo per l'oggetto del conferimento, valore che può essere negoziato fra soggetti in condizioni di assoluta

libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto del conferimento stesso.

1.3 Presupposti e limiti

Relativamente ai presupposti ed ai limiti nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- ◇ L'oggetto del nostro lavoro è la stima, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, del valore economico del Ramo oggetto del prospettato conferimento in BP Mantova. I contenuti della Relazione non potranno essere utilizzati per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che ci è stato affidato, oppure visti in forma parziale, ovvero enucleati dal presente documento.
- ◇ Considerate le finalità del nostro incarico, le considerazioni rappresentate nella presente Relazione non intendono sostituirsi all'autonomo giudizio delle parti in merito agli aspetti legati alla realizzazione dell'operazione ed alle sue condizioni, né possono costituire in alcun modo una raccomandazione a concludere o meno l'operazione stessa.
- ◇ Non abbiamo svolto alcuna attività in merito alla definizione del perimetro del Ramo oggetto di conferimento.
- ◇ Il lavoro da noi svolto si è basato su dati, informazioni e spiegazioni forniteci da BPM. Non abbiamo svolto alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, sui dati e sulle informazioni ottenute e, pertanto, non esprimiamo alcuna opinione o altra forma di giudizio, sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. Tali dati, informazioni e spiegazioni, inclusi i dati prospettici, rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità di BPM.
- ◇ La nostra analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali, o di minori attività attese, relative al Ramo, all'infuori di quelle eventualmente portate a nostra conoscenza.
- ◇ L'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, EY non esprime alcun parere né alcuna altra forma di giudizio o certificazione sulla situazione patrimoniale del Ramo, attuale e/o prospettica, o su qualsiasi altra informazione fornitaci.
- ◇ Non è stata effettuata alcuna verifica sull'osservanza della normativa di riferimento, nel presupposto che l'attività svolta dal Ramo sia in regola con la legislazione generale e specifica di settore. Non abbiamo effettuato verifiche in merito alla effettiva trasferibilità per conferimento delle poste patrimoniali e dei rapporti giuridici inclusi nel Ramo.
- ◇ La stima è stata effettuata considerando il Ramo in ipotesi di continuità aziendale e in condizioni di normale funzionamento.
- ◇ Ai fini della stima abbiamo fatto riferimento alla situazione patrimoniale del Ramo

al 30 giugno 2016. Il conferimento avverrà sulla base dei saldi patrimoniali in essere alla data di efficacia. Le proiezioni economico-patrimoniali 2017-2019 predisposte da BPM e da noi adottate a fini valutativi non includono gli effetti che potrebbero derivare dalla puntuale stima del fondo di solidarietà, da eventuali elementi rettificativi dei crediti a seguito dell'ispezione, ancora in corso, dell'autorità di vigilanza e dalla coerenza con le valutazioni che saranno effettuate in applicazione del principio contabile IFRS3 nell'ambito della Fusione. Nell'ambito dell'approvazione dei dati previsionali, il Consiglio di Gestione di BPM ha rappresentato che eventuali differenze tra le consistenze patrimoniali del Ramo al 30 giugno 2016 e i valori patrimoniali definitivi effettivamente conferiti, saranno oggetto di conguaglio tra le parti, mantenendo inalterato lo sbilancio del Ramo, pari a Euro 4 miliardi.

- ◇ I dati previsionali relativi al Ramo sono stati ricavati dal *management* di BPM sulla base del piano strategico congiunto BPM - Banco Popolare presentato al mercato in data 16 maggio 2016. Tali proiezioni sono state oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Gestione di BPM in data 12 settembre 2016. La nostra stima è formulata anche sulla base di tali elementi previsionali predisposti da BPM. Ai fini del nostro lavoro, abbiamo assunto che tali elementi di previsione siano stati predisposti da BPM in modo obiettivo e razionale, sulla base di assunzioni ragionevoli che riflettano le migliori stime ipotizzabili al momento. I risultati della nostra analisi, in quanto basati anche su dati di natura previsionale, dipendono pertanto dalle ipotesi e assunzioni adottate da BPM ai fini della predisposizione dei dati prospettici che ci sono stati forniti.
- ◇ La nostra stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, ecc.).
- ◇ Le metodologie valutative utilizzate ai fini del nostro incarico fanno riferimento, direttamente o indirettamente, a dati prospettici e fattori quali tassi di interesse, indici di volatilità e altre informazioni desumibili dal mercato finanziario per loro natura soggetti a variazioni non prevedibili.
- ◇ L'attività oggetto del presente incarico sottende considerazioni di carattere valutativo. Per sua natura, il lavoro di valutazione non può essere considerato come una scienza esatta e le conclusioni a cui esso perviene in molti casi sono soggettive e dipendono da giudizi e opinioni personali. Non è pertanto possibile considerare una indicazione di valore come unica ed inconfutabile. Anche se le considerazioni da noi espresse si basano su metodi e tecniche che riteniamo appropriate ai fini dell'incarico conferitoci, non possiamo darVi la piena certezza che tali considerazioni siano accettabili per altri soggetti terzi.
- ◇ Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento dei risultati ottenuti rispetto alla data di consegna della presente Relazione.
- ◇ Abbiamo ottenuto da BPM e da BP Mantova, per quanto di rispettiva competenza, l'usuale lettera di attestazione in relazione ai presupposti e limiti qui indicati, nonché la conferma che, alla data di emissione della presente Relazione, non sono intervenuti fatti di rilievo che possano modificare significativamente le

considerazioni valutative da noi espresse.

- ◇ Le tabelle e i valori inclusi nella Relazione possono contenere arrotondamenti. Eventuali incongruenze e/o difformità tra i dati riportati in varie parti della Relazione sono conseguenza di tali arrotondamenti.

1.4 Documentazione di riferimento

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da BPM i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. In particolare, il nostro lavoro si è basato sulla seguente documentazione principale:

- ◇ Protocollo di intesa e progetto di fusione relativi alla operazione di aggregazione fra BPM e Banco Popolare.
- ◇ Comunicati stampa relativi all'operazione di Fusione diffusi da BPM dal 23 marzo 2016 ad oggi.
- ◇ Le autorizzazioni della Banca d'Italia e della Banca Centrale Europea, rilasciate rispettivamente in data 8 settembre 2016 e 9 settembre 2016, nell'ambito della complessiva operazione di Fusione.
- ◇ Situazione patrimoniale del Ramo al 30 giugno 2016.
- ◇ Descrizione e dettagli relativi alle poste attive e passive che compongono il perimetro del Ramo.
- ◇ Dati previsionali relativi al Ramo per il periodo 2017-2019 ("Proiezioni 2017-2019"), predisposte da BPM e approvate dal Consiglio di Gestione della banca in data 12 settembre 2016.
- ◇ Relazione finanziaria semestrale consolidata e individuale di BPM al 30 giugno 2016, corredata della relazione della società di revisione PWC.
- ◇ Bilancio consolidato e individuale di BPM al 31 dicembre 2015.
- ◇ Elementi contabili e gestionali, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Il nostro lavoro si è inoltre basato su informazioni e spiegazioni forniteci, anche verbalmente, da BPM nonché su dati e informazioni pubblicamente disponibili relativi al mercato di riferimento e, in particolare:

- ◇ Informazioni relative all'andamento dei tassi di interesse, degli indici di volatilità, delle transazioni di mercato, ottenute attraverso banche dati specializzate.
- ◇ Dati e informazioni pubblicamente disponibili relativi al settore di riferimento.

1.5 Attività svolta

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti attività principali:

- ◇ Inquadramento e comprensione del contesto di riferimento in cui si inserisce l'operazione di conferimento in esame.
- ◇ Esame delle informazioni e della documentazione forniti.
- ◇ Analisi fondamentale del Ramo, dell'attività svolta e della situazione patrimoniale di riferimento.
- ◇ Identificazione delle metodologie valutative ritenute applicabili, in grado di cogliere gli elementi fondamentali del valore del Ramo, tenuto conto del contesto dell'operazione in esame, delle finalità della stima, delle indicazioni della dottrina e della prassi valutativa nel settore di riferimento.
- ◇ Definizione delle grandezze e dei parametri necessari all'applicazione delle metodologie valutative individuate.
- ◇ Sviluppo delle metodologie valutative e analisi di sensibilità dei risultati al variare dei principali parametri valutativi adottati.
- ◇ Analisi dei risultati ottenuti.
- ◇ Confronto fra gli esiti del processo valutativo sviluppato e il valore dello sbilancio patrimoniale del Ramo, corrispondente al complessivo valore del prospettato aumento di capitale di BP Mantova a servizio del conferimento.

1.6 Difficoltà di valutazione incontrate

L'analisi del valore economico del Ramo e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso delle nostre analisi:

- ◇ Le metodologie utilizzate hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni, anche significative e non prevedibili.
- ◇ La stima è stata determinata anche sulla base di dati economici, finanziari e operativi prospettici che presentano per loro natura profili di incertezza.

Le considerazioni valutative sono state peraltro sviluppate sulla base di una pluralità di metodologie che hanno consentito di sottoporre a verifica la sostanziale sostenibilità e la complessiva ragionevolezza dei risultati ottenuti.

2. Descrizione dell'oggetto del conferimento

2.1 Identificazione della società conferente

La società conferente, Banca Popolare di Milano S.c.ar.l., è attualmente la capogruppo dell'omonimo gruppo. Ha sede legale a Milano in Piazza F. Meda 4, 20121 Milano, Partita Iva, Codice Fiscale e numero d'iscrizione R.I. Milano n. 00715120150, Iscritta all'Albo nazionale delle Società Cooperative n. A109641.

2.2 Identificazione della società conferitaria

La società conferitaria, Banca Popolare di Mantova S.p.A., ha sede legale a Mantova in Piazza Martiri di Belfiore 7, 46100 Mantova, Partita Iva 01906000201, Codice Fiscale e numero d'iscrizione R.I. Mantova n. 00103200762.

Alla data odierna, il capitale sociale di BP Mantova risulta essere detenuto per una percentuale pari a oltre il 94% da BPM.

2.3 Oggetto del conferimento

Il Ramo oggetto del conferimento è rappresentato dalla rete di n. 637 sportelli bancari, da un insieme di attività, passività, rapporti contrattuali e rapporti di lavoro attualmente in capo a BPM.

Rispetto a BPM nel suo complesso, il Ramo non comprende i seguenti elementi che confluiranno nella Nuova Capogruppo:

Attività

- ◇ Attività Finanziarie Disponibili per la Vendita, ad eccezione del portafoglio di proprietà oggetto di *collateral* o depositi cauzionali.
- ◇ Partecipazioni.
- ◇ Attività Materiali (ad eccezione di quanto esposto nel paragrafo 2.4).
- ◇ Attività Immateriali.
- ◇ Attività Fiscali (ad eccezione di quelle riferibili alle sole attività oggetto di conferimento).

Passività

- ◇ Debiti verso le Banche (diversi da quelli nei confronti della Nuova Capogruppo).
- ◇ Debiti verso la Clientela (per la quota costituita da Pronti Contro Termini con Cassa di Compensazione e Garanzia).
- ◇ Titoli in Circolazione (prestiti obbligazionari collocati da investitori istituzionali, prestiti obbligazionari collocati presso la clientela *retail*, *Covered Bonds*).

- ◇ Passività Fiscali (ad eccezione di quelle riferibili alle sole passività oggetto di conferimento).
- ◇ Trattamento di fine rapporto, per la quota parte del personale che confluirà nella Nuova Capogruppo e fondi rischi ed oneri del personale (Fondi di Solidarietà) riferiti a personale già esodato o che confluirà nella Nuova Capogruppo.
- ◇ Capitale e riserve.

2.4 Situazione patrimoniale

Ai fini della presente Relazione è stato fatto riferimento alla situazione patrimoniale del Ramo alla data del 30 giugno 2016. Il conferimento avrà efficacia nell'istante precedente la Fusione e subordinatamente alla stessa, sulla base dei saldi patrimoniali in essere alla data.

Come deliberato dal Consiglio di Gestione di BPM, l'effettiva situazione patrimoniale di conferimento potrà differire da quella al 30 giugno 2016 anche per effetto della puntuale stima del fondo di solidarietà, di eventuali elementi rettificativi dei crediti a seguito dell'ispezione, ancora in corso, dell'autorità di vigilanza e della coerenza con le valutazioni che saranno effettuate in applicazione del principio contabile IFRS3 nell'ambito della Fusione. Eventuali differenze tra le consistenze patrimoniali del Ramo al 30 giugno 2016 e i valori patrimoniali definitivi effettivamente conferiti, saranno oggetto di conguaglio tra le parti, mantenendo inalterato lo sbilancio del Ramo, pari a Euro 4 miliardi.

La situazione patrimoniale del Ramo alla data del 30 giugno 2016 risulta così rappresentabile:

Stato Patrimoniale - attività (€m)	30/06/2016
Cassa e disponibilità liquide	201,2
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	141,5
Attività finanziarie disponibili per la vendita	131,5
Crediti verso banche	995,0
Crediti verso la clientela	33.598,0
Derivati di Copertura	18,6
Adeguamento valore attività finanziarie	12,3
Attività materiali	77,3
Attività fiscali	36,3
Altre attività	295,4
Totale Attivo	35.507,1

Stato Patrimoniale - passività (€m)	30/06/2016
Debiti verso banche	4.502,0
Debiti verso la clientela	25.207,4
Titoli in circolazione	140,6
Passività finanziarie di negoziazione	152,5
Derivati di copertura	9,2
Adeguamento di valore delle passività finanziarie	27,2
Passività fiscali	5,0
Altre passività	1.336,6
Trattamento di fine rapporto del personale	85,9
Fondi per rischi e oneri	54,9
Riserve di valutazione	(14,2)
Sbilancio Patrimoniale	4.000,0
Totale Passivo e Sbilancio Patrimoniale	35.507,1
Raccolta Indiretta (€m)	30/06/2016
Risparmio Amministrato	10.016,3
Risparmio Gestito	20.384,5
Raccolta Indiretta	30.400,7

Cassa e disponibilità liquide

La Cassa e disponibilità liquide conferite risultano pari a Euro 201,2 milioni.

Attività e Passività finanziarie per la negoziazione

Le attività finanziarie per la negoziazione sono pari a Euro 141,5 milioni e si riferiscono ai derivati con la clientela e i connessi derivati con Banca Akros S.p.A. (c.d. "*back to back*") e ai derivati su valute (cambi a termine, *swap*, *outright*, ecc.). Le relative passività finanziarie per la negoziazione sono pari a Euro 152,5 milioni.

Attività finanziarie disponibili per la vendita

Le attività finanziarie disponibili per la vendita, pari a Euro 131,5 milioni, sono rappresentate esclusivamente dai titoli necessari per l'operatività con clientela: ad esempio titoli a cauzione dell'emissione assegni circolari e altri titoli a cauzione.

Nella situazione patrimoniale del Ramo non sono comprese tutte le altre attività finanziarie attualmente in capo a BPM: titoli di stato, titoli di debito, quote di OICR,

interessenze partecipative, strumenti finanziari partecipativi.

Crediti verso le banche

I crediti verso le banche sono complessivamente pari a Euro 995,0 milioni e sono rappresentati da:

- ◇ Riserva obbligatoria, pari a Euro 338,0 milioni.
- ◇ Conti di corrispondenza Estero e Italia, pari a Euro 293,2 milioni.
- ◇ Depositi vincolati, pari a Euro 58,7 milioni.
- ◇ Altri finanziamenti, pari a Euro 305,1 milioni.

Crediti verso le clientela

I crediti verso la clientela sono complessivamente pari a Euro 33,6 miliardi e sono rappresentati da:

- ◇ Conti correnti con la clientela per circa Euro 3,0 miliardi.
- ◇ Mutui pari a circa Euro 16,5 miliardi.
- ◇ Credito al consumo per circa Euro 0,5 miliardi.
- ◇ Crediti deteriorati per circa Euro 3,5 miliardi.
- ◇ Altre operazioni con la clientela per circa Euro 10,1 miliardi.

Derivati di copertura attivi e passivi

I derivati di copertura attivi oggetto di conferimento sono pari a Euro 18,6 milioni e si riferiscono a coperture su *core deposit*. Restano esclusi i derivati di copertura sul portafoglio titoli di stato. I derivati di copertura passivi ammontano a Euro 9,2 milioni e si riferiscono a coperture sul portafoglio mutui con la clientela.

Adeguamento di valore delle attività e passività finanziarie oggetto di copertura generica

Il saldo al 30 giugno 2016 delle attività ammonta a Euro 12,3 milioni e si riferisce al portafoglio mutui oggetto di copertura, mentre le passività finanziarie ammontano a Euro 27,2 milioni e si riferiscono ai *core deposit* coperti.

Attività materiali

Le attività materiali sono rappresentate da mobili, impianti e altre attività materiali, per un ammontare complessivo di Euro 77,3 milioni. All'interno del Ramo non risultano inclusi immobili, opere d'arte e *hardware* (*mainframe*, *personal computer*, stampanti, ecc.).

Attività e passività fiscali

Sono comprese nel Ramo attività fiscali inerenti le poste oggetto di conferimento per Euro 36,3 milioni.

Le passività fiscali del Ramo ammontano a Euro 5 milioni e attengono al Trattamento di Fine Rapporto e alla rivalutazione sul portafoglio Attività disponibili per la vendita.

Altre attività

Le altre attività conferite risultano complessivamente pari a Euro 295,4 milioni ed includono ratei e risconti per Euro 60,9 milioni, migliorie su beni di terzi in locazione per Euro 25,4 milioni, partite in corso di lavorazione e assegni per Euro 156,2 milioni, altre poste per Euro 52,9 milioni.

Debiti verso le banche

I debiti verso le banche risultano essere pari a Euro 4,5 miliardi.

Debiti verso la clientela

All'interno della voce debiti verso la clientela, pari a Euro 25,2 miliardi, rientra tutta la raccolta diretta a vista di BPM, ad esclusione dei Pronti contro Termine con Cassa Compensazione e Garanzia ed altri istituti finanziari.

Titoli in circolazione

Complessivamente, i titoli in circolazione oggetto di conferimento ammontano a Euro 140,6 milioni e includono i certificati di deposito, pari a Euro 35,6 milioni, e gli assegni circolari per complessivi Euro 105,0 milioni.

Nel Ramo non rientrano i prestiti obbligazionari emessi da BPM.

Altre passività

Similmente a quanto riportato per le Altre Attività, nella presente voce rientrano principalmente le partite sospese legate all'operatività con i clienti e risultano pari a Euro 1,3 miliardi.

Trattamento di fine rapporto del personale

La voce in oggetto, pari a Euro 85,9 milioni, rappresenta il trattamento di fine rapporto ("TFR") maturato al 30 giugno 2016 con riferimento al personale ricompreso nel perimetro di conferimento.

Fondi per rischi ed oneri

I fondi rischi e oneri conferiti risultano complessivamente pari a Euro 54,9 milioni e sono rappresentati da:

- ◇ Fondo per controversie legali, pari a Euro 41,9 milioni.
- ◇ Fondo per oneri del personale, pari a Euro 8,2 milioni.
- ◇ Fondi oneri vari, pari a Euro 4,8 milioni.

All'interno della voce non sono compresi il fondo di quiescenza, il fondo di solidarietà e il fondo controversie tributarie e beneficenza.

Riserve di valutazione

Nel Ramo rientrano le riserve nette, pari a Euro -14,2 milioni, riferite alle poste dell'attivo e passivo (attività disponibili per la vendita e fondo TFR) oggetto di conferimento.

Sbilancio Patrimoniale

Sulla base degli elementi attivi a passivi sopra riportati, lo sbilancio patrimoniale al 30 giugno 2016 risulta pari a Euro 4 miliardi, con un coefficiente CET 1 pari a circa il 13%.

I valori patrimoniali definitivi effettivamente conferiti al 1° gennaio 2017, saranno oggetto di conguaglio tra le parti, mantenendo inalterato lo sbilancio del Ramo al 30 giugno 2016, pari a Euro 4 miliardi.

Raccolta indiretta

E' altresì oggetto di conferimento la raccolta indiretta dalla clientela. Al 30 giugno 2016, la raccolta amministrata e la raccolta gestita dal Ramo ammontano

rispettivamente a Euro 10,0 miliardi ed Euro 20,4 miliardi.

3. Approccio valutativo e descrizione dei metodi di valutazione

3.1 Scelta dei metodi valutativi

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato vari metodi di stima che si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda, o del ramo d'azienda, da valutare. Essi, inoltre, presentano aspetti peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

A titolo generale, si fa riferimento a metodi analitici di tipo patrimoniale (semplici e complessi), misti patrimoniali-reddituali, reddituali puri, finanziari e a metodi empirici (multipli di mercato o di transazioni comparabili).

La migliore dottrina e la prassi professionale assumono che, nella valutazione del capitale economico di un'azienda, o di un ramo d'azienda, non esista una metodologia preferibile in assoluto. Il criterio di valutazione deve, infatti, essere opportunamente scelto in funzione della natura e delle caratteristiche dell'oggetto della valutazione, nonché delle finalità della valutazione stessa, tenuto conto della documentazione e delle informazioni disponibili.

La scelta dell'approccio valutativo e delle metodologie da adottare nel caso di specie si è basata sulle seguenti considerazioni di sintesi:

- ◇ Il contesto di riferimento dell'operazione in esame è rappresentato dal più ampio progetto di aggregazione fra BPM e Banco Popolare e il conferimento avviene fra entità *"under common control"*.
- ◇ In tale contesto, oggetto del nostro incarico è la stima, ai sensi del 2° comma, lettera b) dell'articolo 2343-ter del Codice Civile, del valore economico del Ramo oggetto di conferimento. Lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente incrementato. Come indicato dalla più autorevole dottrina e dalla migliore prassi professionale, le valutazioni ai fini di conferimento devono pertanto essere ispirate ad un generale principio di prudenza. A tale principio ci siamo attenuti nello svolgimento del nostro incarico.
- ◇ Nella definizione dell'approccio valutativo abbiamo opportunamente tenuto conto della natura dell'attività svolta dal Ramo, nonché della sua specifica configurazione operativa e patrimoniale.
- ◇ Eventuali differenze tra le consistenze patrimoniali del Ramo al 30 giugno 2016 e i valori patrimoniali definitivi effettivamente conferiti, saranno oggetto di conguaglio tra le parti, mantenendo comunque inalterato lo sbilancio del Ramo, pari a Euro 4 miliardi.

- ◇ Ai fini della scelta delle metodologie valutative, abbiamo considerato le indicazioni della più comune prassi professionale nel settore di riferimento.
- ◇ Nel valutare l'applicabilità delle varie metodologie valutative e nello sviluppo delle stesse abbiamo tenuto conto delle informazioni disponibili e, in particolare, della disponibilità di stime economiche e patrimoniali prospettiche relative al Ramo.
- ◇ Come da prassi in operazioni analoghe, il Ramo è stato valorizzato in condizioni di normale funzionamento e nella sua attuale configurazione, secondo un approccio cosiddetto "*stand alone*".

Alla luce di tali elementi di considerazione è stato ritenuto adeguato alle finalità valutative sviluppare le seguenti metodologie:

- ◇ Metodologia principale: Metodo *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess of Capital*.
- ◇ Metodologie di controllo: Metodo del *Warranted Equity Method*.

Ad ulteriore conforto dei risultati ottenuti attraverso l'applicazione della metodologia principale e della metodologia di controllo sono state svolte analisi in merito ai valori impliciti rilevati in transazioni avvenute nel settore bancario (Analisi dei Multipli di Transazioni).

Le metodologie valutative sviluppate presentano consolidate basi dottrinali, sono comunemente adottate nella prassi professionale nel settore di riferimento in operazioni analoghe e consentono di tenere conto degli elementi distintivi del Ramo e del contesto di riferimento.

L'approccio valutativo adottato ha consentito di tenere conto della dotazione patrimoniale del Ramo, della sua redditività prospettica nonché, con finalità di conforto per i fini della presente stima, delle indicazioni di mercato in contesti analoghi a quello in esame.

Di seguito vengono illustrati i metodi valutativi adottati e le modalità applicative sviluppate.

3.2 Dividend Discount Model

3.2.1 Formulazione del metodo

Il metodo *Dividend Discount Model* ("DDM") determina il valore di un'azienda, o di un ramo d'azienda, in funzione del flusso di dividendi potenziali che si stima sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie, il metodo utilizzato è il DDM nella variante "*Excess Capital*", comunemente adottata nella più consolidata prassi valutativa per il settore finanziario, in base al quale il valore economico è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- ◇ Valore attuale dei dividendi potenzialmente distribuibili nell'arco di un determinato orizzonte temporale di proiezione, mantenendo un livello di patrimonializzazione

minimo coerente con lo sviluppo dell'attività e con la normativa di vigilanza.

- ◇ Valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di proiezione.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + ke)^t} + \frac{TV}{(1 + ke)^n}$$

dove:

- W = valore economico del Ramo.
- ke = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale proprio.
- D_t = dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo t di pianificazione.
- n = periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni).
- TV = valore residuo o "*Terminal Value*", assunto come rendita perpetua del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione.

3.2.2 Definizione delle grandezze di riferimento e dei parametri valutativi

Dividendi potenzialmente distribuibili

I dividendi potenzialmente distribuibili sono stati determinati considerando:

- ◇ I dati previsionali riportati all'interno delle Proiezioni 2017-2019.
- ◇ Un requisito patrimoniale minimo specifico pari al 9,0% in termini di CET 1, che rappresenta il requisito *Supervisory Review and Evaluation Process* ("SREP") assegnato dalla Banca Centrale Europea a BPM. È stato inoltre tenuto conto di un requisito patrimoniale minimo in termini di *Total Capital ratio* pari a 10,5%.

In tale ambito, è stato considerato il beneficio derivante dal passaggio alla metodologia *Advanced Internal rating Based* ("AIRB") nel calcolo degli attivi ponderati per il rischio. Tale efficientamento è stato prudenzialmente considerato esclusivamente a partire dal termine dell'orizzonte di proiezione.

Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio, adottato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili, è stato determinato adottando il metodo del *Capital Asset*

Pricing Model ("CAPM"), sulla base della seguente formulazione:

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

dove:

- R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, assunto pari all'1,60% corrispondente al rendimento medio annuale dei Titoli di Stato italiani con scadenza residua decennale.
- β = coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo azionario e il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Il beta misura la volatilità di un titolo rispetto ad un portafoglio rappresentativo del mercato. Nella fattispecie in esame, tale parametro è stato stimato, nella misura dell'1,20, che rappresenta il Beta di BPM al 30 giugno 2016 (rilevato sulla base di osservazioni settimanali a due anni).
- $R_m - R_f$ = rappresenta il premio che un investitore richiede in caso d'investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (*market risk premium*). Tale premio al rischio è stato stimato nella misura del 6,25%, in linea con l'attuale prassi valutativa sul mercato italiano.

Sulla base della formulazione adottata e dei parametri sopra descritti, il costo del capitale proprio è stato stimato nella misura al 9,08%.

Terminal Value

La formula per la determinazione del valore residuo, comunemente utilizzata nella prassi valutativa, è così rappresentabile:

$$TV = \frac{D_{sost}}{k_e - g}$$

dove:

- D_{sost} = dividendo ritenuto sostenibile oltre il periodo esplicito, tenuto conto della redditività normalizzata e degli attivi ponderati per il rischio attesi alla fine del periodo di proiezione, nonché dei requisiti patrimoniali di vigilanza.
- g = tasso di crescita atteso oltre il periodo di pianificazione esplicita, assunto pari a 1,50%, in linea con il tasso di inflazione atteso nel lungo periodo.

Analisi di sensitività

Al fine di verificare la variabilità dei risultati ottenuti al variare dei principali parametri valutativi adottati, sono state sviluppate analisi di sensitività considerando (i) variazioni di +/-0,25% del costo del capitale; (ii) variazioni di +/-0,25% del tasso di crescita di lungo periodo; (iii) variazioni di +50bps del requisito patrimoniale minimo richiesto in termini di CET 1.

3.3 Metodo del *Warranted Equity Method*

3.3.1 Formulazione del metodo

Secondo il *Warranted Equity Method* ("WEM") nella variante dell'*Excess of Capital*, il valore economico di una banca, o di un ramo d'azienda bancario, può essere determinato sulla base della relazione tra:

- ◇ Redditività futura stimata sostenibile nel lungo periodo.
- ◇ Tasso di crescita sostenibile degli utili nel lungo termine.
- ◇ Rendimento richiesto da investitori per investimenti con un profilo di rischio simile.

La relazione tra questi tre fattori è espressa attraverso la seguente formulazione:

$$W = \frac{(ROE - g)}{(Ke - g)} \times PNR + EC$$

dove:

- W = valore economico del Ramo.
- ROE = redditività futura stimata sostenibile nel lungo periodo.
- ke = tasso di rendimento richiesto da investitori per investimenti con un profilo di rischio simile.
- g = tasso di crescita di lungo periodo.
- PNR = patrimonio netto rettificato alla data di riferimento della stima.
- EC = excess capital.

3.3.2 Definizione delle grandezze di riferimento e dei parametri valutativi

Patrimonio netto rettificato

Nell'ambito dell'applicazione della presente metodologia, abbiamo proceduto a rettificare il patrimonio netto dell'*Excess of Capital*, assumendo un assorbimento patrimoniale minimo di CET 1 in linea con quello utilizzato per il metodo principale DDM.

Nell'applicazione di tale metodologia, non è stato prudenzialmente considerato il beneficio derivante dal passaggio alla metodologia AIRB.

Tasso di rendimento richiesto

Il tasso di rendimento richiesto dagli investitori per investimenti con un profilo di rischio simile è stato assunto il costo del capitale proprio, pari a 9,08%, stimato in linea con quanto effettuato ai fini dell'applicazione del metodo DDM.

Redditività futura stimata sostenibile nel lungo periodo

Coerentemente con la determinazione del patrimonio netto rettificato, tale variabile della formula valutativa è stata stimata al netto dell'*Excess Capital*, tenendo conto della redditività normalizzata attesa alla fine del periodo di proiezione.

Tasso di crescita di lungo periodo

Il tasso di crescita di lungo periodo è stato stimato in linea con quanto effettuato ai fini dell'applicazione del metodo DDM e pari a 1,50%.

Analisi di sensitività

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità del valore ottenuto rispetto ai parametri valutativi utilizzati sono state effettuate analisi di sensitività considerando (i) variazioni di +/-0,25% del costo del capitale; (ii) variazioni di +/-0,25% del ROE di lungo periodo; (iii) variazioni di + 50bps del requisito patrimoniale minimo in termini di CET 1.

3.4 Analisi dei Multipli di Transazioni

Allo scopo di confortare ulteriormente i risultati restituiti dall'applicazione della metodologia principale, e confermati dalla precedente metodologia di controllo, abbiamo ritenuto opportuno analizzare il multiplo implicito *Price/Book Value* ("P/BV") derivante dall'applicazione del DDM e del WEM, in relazione ai multipli P/BV impliciti

osservati in operazioni di riorganizzazione aziendale avvenute in primari gruppi bancari italiani.

In particolare, sono state analizzate le operazioni di riordino organizzativo e societario avvenute in Italia nel periodo compreso tra il 2011 ed il 2015, rilevando il rapporto fra il valore implicito in tali operazioni ed il patrimonio netto di riferimento.

Il rapporto medio osservato è risultato in linea, ovvero superiore, ai rapporti impliciti derivanti dall'applicazione del metodo DDM e del metodo di controllo WEM precedentemente illustrati, confermando la sostanziale sostenibilità dei risultati raggiunti ai fini della presente stima.

4. Conclusioni

Alla luce delle analisi svolte, tenuto conto della finalità, dei presupposti e dei limiti del nostro incarico e delle considerazioni esposte nella presente Relazione, riteniamo che il valore economico del Ramo, stimato alla data di riferimento del 30 giugno 2016 ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, non sia inferiore al valore netto contabile del proprio sbilancio patrimoniale, pari ad Euro 4 miliardi, corrispondente al complessivo valore dell'aumento di capitale di BP Mantova, comprensivo dell'eventuale riserva sovrapprezzo, da liberarsi a servizio del conferimento.