



**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA
AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
DEL CREDITO BERGAMASCO SPA NEL BANCO
POPOLARE SOCIETA' COOPERATIVA AI SENSI
DELL'ARTICOLO 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE**

INDICE

1	MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO	1
2	NATURA E PORTATA DELLA RELAZIONE.....	3
3	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	3
4	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	7
4.1	ASPETTI GENERALI	7
4.2	METODI DI VALUTAZIONE: CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI	10
4.3	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DEL BANCO POPOLARE.....	15
4.4	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DEL CREDITO BERGAMASCO.....	17
4.5	SINTESI DEI RISULTATI DELLE VALUTAZIONI	22
5	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI E DAI CONSULENTI DELLE BANCHE	24
5.1	DIFFICOLTÀ RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI E DAI CONSULENTI DEL BANCO POPOLARE	24
5.2	DIFFICOLTÀ RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI E DAI CONSULENTI DEL CREBERG	26
6	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DEL BANCO POPOLARE E DEL CREBERG.....	27
7	LAVORO SVOLTO	28
7.1	LAVORO SVOLTO SULLA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	28
7.2	LAVORO SVOLTO SUI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	29
8	COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE	31
8.1	ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI.....	31
8.2	VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE	33
9	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	34
10	CONCLUSIONI.....	36

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE
PER INCORPORAZIONE DEL CREDITO BERGAMASCO SPA NEL BANCO POPOLARE
SOCIETA' COOPERATIVA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 SEXIES DEL CODICE
CIVILE**

Agli azionisti del
Banco Popolare – Società Cooperativa
Piazza Nogara, 2
37121, Verona

Agli azionisti del
Credito Bergamasco SpA
Largo di Porta Nuova, 2
24122, Bergamo

1 Motivo e oggetto dell'incarico

In data 10 dicembre 2013 siamo stati nominati dal Presidente del Tribunale di Venezia, 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 del Banco Popolare Società Cooperativa (di seguito, "Banco Popolare" o l'"Incorporante") e quelle del Credito Bergamasco SpA (di seguito, "Creberg", "Credito Bergamasco" o l'"Incorporata" e, congiuntamente con Banco Popolare, le "Banche", ovvero le "Società"), relativo al progetto di fusione per incorporazione del Creberg nel Banco Popolare (di seguito, "la Prospettata Operazione" o "la Prospettata Fusione").

Banco Popolare e Creberg, avvalendosi della norma di cui all'articolo 2501 sexies, comma quarto, del Codice Civile hanno, infatti, richiesto e ottenuto dal Presidente del Tribunale di Venezia la nomina di un esperto comune, ai fini della relazione sul citato Rapporto di Cambio.

La Prospettata Fusione si inquadra nell'ambito di un disegno di razionalizzazione del Gruppo, al fine di consentire, secondo quanto previsto dal Banco Popolare, il raggiungimento dei seguenti obiettivi: i) generazione di sinergie di costo; ii) semplificazione organizzativa e iii) realizzazione di benefici patrimoniali sul *Common Equity Tier 1* ratio, in vista della prossima applicazione della Direttiva 2013/36/UE del 26 giugno 2013 e del Regolamento UE n. 575/2013 (regole prudenziali c.d. "Basilea 3"). Nell'ambito del processo di semplificazione della struttura del Gruppo, in data 26 novembre 2013, il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare ha approvato il progetto di fusione per incorporazione di Banca Italease S.p.A. ("Banca Italease") nel Banco Popolare, approvata in forma semplificata sull'assunto che il Banco Popolare acquisti, entro la data di stipulazione del relativo atto di fusione, il 100% del capitale sociale di Banca Italease e, quindi, anche la partecipazione che il Creberg attualmente detiene nel capitale sociale di Banca Italease, pari al 2,923%, la cui efficacia è prevista

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91. Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. Euro 6.812.000,00 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** 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Brescia** 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 0957532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - **Genova** 16121 Piazza Dante 7 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 Pochetti 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

dopo il perfezionamento della Prospettata Fusione. Pertanto, ai fini della Prospettata Fusione, la fusione di Banca Italease nel Banco Popolare non ha alcun impatto sul Rapporto di Cambio.

Abbiamo ricevuto dal Banco Popolare e dal Creberg il Progetto di Fusione, corredato delle apposite relazioni degli Amministratori, approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione, in data 26 novembre 2013, 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'art. 2501-quater del Codice Civile del Banco Popolare e del Creberg sono rappresentate dalla relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2013 del Banco Popolare e dalla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013 del Creberg, approvate dai relativi Consigli di Amministrazione, rispettivamente, in data 27 e 26 agosto 2013, corredate dalle relazioni della Società di Revisione sulla revisione contabile limitata, entrambe emesse in data 27 agosto 2013.

Successivamente, come illustrato dagli Addendum alle relazioni degli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg, approvati in data 17 febbraio 2014, sono intervenute talune circostanze, non previste, né prevedibili, alla data di approvazione del progetto di fusione, che hanno condotto, in un'ottica di prudenza e di corretto adempimento degli obblighi propri degli Amministratori delle Società interessate (anche in relazione a quanto dettato dall'art. 2501-quinquies, 3° comma, cod. civ., che impone agli Amministratori di informare delle variazioni rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo, intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede e la data dell'assemblea), gli organi amministrativi del Banco Popolare e del Credito Bergamasco a procedere agli opportuni approfondimenti, anche al fine di verificare l'eventuale impatto di tali circostanze sulla valutazione delle Società partecipanti alla Prospettata Fusione e sul Rapporto di Cambio.

In particolare in data 24 gennaio 2014, il Banco Popolare ha emesso un comunicato stampa con il quale ha annunciato, tra l'altro, che il Consiglio di Amministrazione ha deliberato:

- (i) il rimborso integrale per cassa del prestito obbligazionario convertibile del valore nominale complessivo pari a Euro 1 miliardo circa;
- (ii) l'aggiornamento delle stime di chiusura dell'esercizio 2013, con un risultato consolidato negativo per circa Euro 600 milioni (rispetto a un risultato netto positivo al 30 settembre 2013 pari a Euro 165 milioni);
- (iii) un aumento di capitale da offrirsi in opzione agli azionisti fino ad un massimo di Euro 1,5 miliardi (di seguito, anche l'"Aumento di Capitale" o il "Prospettato Aumento di Capitale");
- (iv) l'approvazione delle linee guida del piano industriale, "Proiezioni economiche 2014/2016-18";
- (v) di sottoporre all'Assemblea straordinaria dei Soci anche il raggruppamento delle azioni nel rapporto di n. 1 nuova azione ordinaria con godimento regolare ogni n. 10 azioni ordinarie esistenti, da eseguirsi prima dell'avvio dell'offerta in opzione (di seguito, anche l'"Operazione di Raggruppamento" o il "Prospettato Raggruppamento").

Di conseguenza, i Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg, tenutisi in data 17 febbraio 2014, hanno redatto appositi Addendum, al fine di integrare il progetto di fusione approvato dagli organi consiliari delle Società in data 26 novembre 2013.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle assemblee straordinarie degli azionisti del Banco Popolare e del Creberg, convocate rispettivamente, in prima convocazione per il giorno 28 marzo 2014 e, occorrendo, in seconda convocazione, per il giorno 29 marzo 2014 per il Banco Popolare, e in unica convocazione, in data 26 aprile 2014, per il Credito Bergamasco.

In considerazione del fatto che, a seguito della Prospettata Fusione, si verificherà una trasformazione del Credito Bergamasco, da società per azioni a società cooperativa per azioni, i soci che non concorreranno alle deliberazioni riguardanti la trasformazione della società hanno diritto al recesso, come previsto dall'art. 2437, 1 comma, lettere b) e g) del Codice Civile.

2 Natura e portata della relazione

Al fine di fornire agli azionisti del Banco Popolare e del Creberg idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg 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 del Banco Popolare e del Creberg, 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 del Banco Popolare e del Creberg 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 dal Banco Popolare e dal Creberg 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 del Banco Popolare e del Creberg, approvati dai Consigli di Amministrazione in data 26 novembre 2013 e indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che proponeva, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2013 del Banco Popolare e del Creberg, il seguente Rapporto di Cambio:

11,5 azioni ordinarie Banco Popolare per ogni azione ordinaria Creberg

tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui al successivo punto iii).

- ii) La Clausola Integrativa al Progetto di Fusione e gli Addendum alle relazioni degli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg, approvati dai Consigli di Amministrazione delle Banche, in data 17 febbraio 2014 e indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie (singolarmente o congiuntamente gli "Addendum"), che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2013 del Banco Popolare e del Creberg, che il numero di azioni Banco Popolare da emettere per ciascuna azione Credito Bergamasco oggetto di Fusione venga determinato, una volta definite le condizioni dell'Aumento di Capitale del Banco Popolare, sulla base della seguente formula matematica:

$$\text{Rapporto di Cambio} = \left[\frac{(1.763.730.870 + N)}{61.726.847} \times \frac{1}{3,935} \right] / \text{Coefficiente di raggruppamento}$$

dove:

- n. 1.763.730.870 indica il numero di azioni ordinarie del Banco Popolare in circolazione alla data del 14 febbraio 2014;
 - "N" indica il numero di nuove azioni del Banco Popolare che saranno emesse a fronte dell'Aumento di Capitale per un importo massimo di Euro 1,5 miliardi;
 - n. 61.726.847 indica il numero di azioni del Creberg, in circolazione alla data del 14 febbraio 2014;
 - 3,935 indica il rapporto relativo tra il valore assoluto attribuito al Banco Popolare e il valore assoluto attribuito al Creberg da parte degli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg;
 - "Coefficiente di raggruppamento" indica il coefficiente di raggruppamento delle azioni ordinarie del Banco Popolare, assunto che, in ipotesi di approvazione della proposta del Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare, tale coefficiente, sarà pari a 10, ovvero corrispondente a n. 1 nuova azione ordinaria con godimento regolare per ogni n. 10 azioni ordinarie esistenti. Si precisa che il coefficiente di raggruppamento si applica alle sole azioni non raggruppate.
- iii) Le relazioni di stima predisposte da Mediobanca Banca di Credito Finanziario SpA (di seguito, "Mediobanca") e Merrill Lynch International (di seguito, "Merrill Lynch" e congiuntamente con Mediobanca, gli "Advisor finanziari" o anche i "Consulenti"), in qualità, rispettivamente, di Consulenti degli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg; tali relazioni, predisposte, su incarico delle Banche, datate 26 novembre 2013 e poi, a seguito di quanto riportato precedentemente al paragrafo 1, emesse nuovamente in data 17 febbraio 2014, 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.

- iv) La seguente documentazione, utilizzata dai Consulenti delle Banche per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi, ai fini del nostro incarico:
- relazione finanziaria semestrale consolidata del Banco Popolare e relazione finanziaria semestrale del Creberg, al 30 giugno 2013. Tali relazioni finanziarie, approvate dagli Amministratori, rispettivamente in data 27 e 26 agosto 2013, sono state assoggettate a revisione contabile limitata da parte di Reconta Ernst & Young SpA;
 - resoconto intermedio di gestione consolidato del Banco Popolare e resoconto intermedio di gestione del Creberg al 30 settembre 2013;
 - struttura del capitale sociale del Banco Popolare e del Credito Bergamasco alla data del 14 febbraio 2014;
 - proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2014-2016/2018, con l'individuazione di un intervallo di utile netto per ciascun esercizio, per il Gruppo Banco Popolare e per il Creberg (di seguito anche "Le Proiezioni 2014-2016/2018"), approvate dai Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg, in data 17 febbraio 2014;
 - dati economici e patrimoniali al 31 dicembre 2013 del Banco Popolare e del Creberg comprensivi delle Previsioni di chiusura relative all'esercizio 2013 (di seguito, le "Previsioni di Chiusura") del Banco Popolare e del Creberg, inclusi i criteri utilizzati per la loro determinazione;
 - stime relative agli impatti sul *Common Equity Tier 1 capital* del Banco Popolare e del Creberg, derivanti dall'efficientamento del capitale in relazione alla soglia di *Common Equity Tier 1 Capital ratio target*, identificata rispetto all'evoluzione di *Common Equity Tier 1 Capital ratio* risultante nelle Proiezioni 2014-2016/2018 (i.e. impatti su franchigie e *Risk Weighted Assets*);
 - ipotesi di dividendo che potrà essere distribuito agli azionisti del Banco Popolare e del Credito Bergamasco nell'anno 2014, relativo al risultato dell'esercizio 2013, così come comunicata dal Management del Banco Popolare (dividendo nullo, nel caso del Banco Popolare e pari a Euro 0,55 per azione, per quanto concerne il Creberg);
 - andamento delle quotazioni di Borsa dei titoli delle Banche su diversi orizzonti temporali;
 - le stime elaborate da alcuni analisti finanziari, in merito alla redditività prospettica del Banco Popolare, per il periodo 2014-2016, unitamente ad alcuni dati finanziari pubblici e a valutazioni di mercato di alcune banche italiane disponibili alla data delle relazioni di stima sopra menzionate;
 - il comunicato stampa del Banco Popolare del 24 gennaio 2014, relativo all'annuncio della proposta di Aumento di Capitale per massimi Euro 1,5 miliardi, approvato dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare;

- documentazione a supporto del calcolo del costo del capitale, dei multipli di società comparabili e dei premi riconosciuti in fusioni precedenti, utilizzata dagli *Advisor* finanziari ai fini dell'applicazione dei metodi valutativi;
- presentazione della Prospetta Operazione al Comitato Strategico del Banco Popolare, tenutosi in data 11 novembre 2013.

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

- bilanci d'esercizio e consolidato del Banco Popolare e del Creberg al 31 dicembre 2012, corredati dalle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale. Tali bilanci, approvati dagli Amministratori, rispettivamente in data 15 e 7 marzo 2013, sono stati assoggettati a revisione contabile completa da parte di Reconta Ernst & Young SpA;
- statuti vigenti del Banco Popolare e del Creberg, nonché 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;
- report gestionali del 2013 e ultimi report gestionali disponibili relativi alle principali società facenti parte del Gruppo Banco Popolare;
- Budget 2014 del Banco Popolare, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 17 febbraio 2014;
- 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 del Banco Popolare e del Creberg, a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Società per la determinazione del Rapporto di Cambio;
- regolamento del Prestito Obbligazionario Convertibile denominato "Banco Popolare 2010/2014 4,75% Convertibile in azioni ordinarie con facoltà di rimborso in azioni", così come modificato dall'Assemblea degli Obbligazionisti del 16 dicembre 2011 (il Prestito Convertibile *soft mandatory* - ISIN CODE: IT0004584659);
- integrazione dell'avviso di sospensione della facoltà di conversione degli obbligazionisti del Prestito Obbligazionario Convertibile;
- verbali delle riunioni del Consiglio di Amministrazione, del Comitato Esecutivo e del Collegio Sindacale delle Banche dal 1° luglio 2013 alla data della presente relazione;

- parere su operazione con parte correlata del Comitato Indipendenti del Creberg, in merito alla Fusione per Incorporazione del Creberg nel Banco Popolare del 25 novembre 2013;
- parere su operazione con parte correlata del Comitato Indipendenti del Creberg, in merito all'aggiornamento del Progetto di Fusione per Incorporazione del Creberg nel Banco Popolare, del 17 febbraio 2014;
- comunicato stampa congiunto del Banco Popolare e del Creberg del 26 novembre 2013;
- documentazione relativa ai principali eventi successivi avvenuti dalla data del 1° luglio 2013 e fino alla data della presente relazione;
- 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 per la determinazione del Rapporto di Cambio

4.1 Aspetti generali

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio tra il Banco Popolare e il Creberg, gli Amministratori delle Società (di seguito gli "Amministratori") si sono avvalsi dell'assistenza e del supporto di Mediobanca e Merrill Lynch, rispettivamente, in qualità di *Advisor* finanziari del Banco Popolare e del Creberg.

Si evidenzia che, come descritto al paragrafo 1 della presente relazione, le analisi valutative effettuate dagli Amministratori delle Società, con il supporto dei rispettivi Consulenti, sono state effettuate in due distinti momenti temporali.

In data 26 novembre 2013, i Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg hanno deliberato di sottoporre alle rispettive assemblee straordinarie l'approvazione del progetto di fusione per incorporazione del Creberg nel Banco Popolare. Il progetto, nell'individuare i termini e le condizioni della Prospettata Fusione, prevedeva la proposta di un Rapporto di Cambio tra le azioni ordinarie del Banco Popolare e le azioni ordinarie del Creberg, pari a n. 11,5 azioni ordinarie del Banco Popolare per ogni azione ordinaria del Creberg.

I Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg, in relazione alle circostanze sopravvenute descritte al precedente paragrafo 1 e con particolare riferimento all'ipotesi in cui, prima dell'efficacia della fusione, venga eseguito l'Aumento di Capitale (nella misura massima prevista dallo

stesso) e realizzata la menzionata Operazione di Raggruppamento, hanno verificato l'opportunità di procedere ad un adeguamento del Rapporto di Cambio. A tale riguardo, i Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg, con il supporto dei rispettivi Consulenti, hanno ritenuto di dover sottoporre ad una specifica valutazione gli effetti delle circostanze richiamate al paragrafo 1, con particolare riguardo all'impatto dell'operazione di Aumento di Capitale e dell'Operazione di Raggruppamento menzionata, considerati nella prospettiva e alla luce delle informazioni disponibili sul Piano industriale che, a sua volta, incorpora le risultanze delle Previsioni di Chiusura dell'esercizio 2013 per il Banco Popolare e per il Credito Bergamasco. Quanto precedentemente esposto, avendo riguardo ai metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per stimare circostanze di tale natura, applicati alle imprese bancarie e adeguate alle caratteristiche di ciascuna delle Banche.

Le analisi valutative svolte hanno portato gli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg a prevedere una formula di aggiornamento che consenta di tenere conto degli effetti dell'Aumento di Capitale e dell'Operazione di Raggruppamento menzionata, così da adeguare il numero delle azioni ordinarie da emettere a favore degli azionisti del Creberg, nell'ipotesi in cui, per effetto dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale e dell'Operazione di Raggruppamento suddetta, risulti variato il numero complessivo di azioni ordinarie del Banco Popolare in circolazione rispetto a quello attuale.

A tale riguardo, si evidenzia come il Rapporto di Cambio nell'ambito di una fusione esprima il rapporto relativo tra il valore dei titoli della società incorporante e della incorporata e presupponga la conoscenza del numero di azioni di ciascuna società. La richiamata proposta di Aumento di Capitale sarà oggetto di delibera, da parte della prossima assemblea straordinaria del Banco Popolare, prevista in prima convocazione il 28 febbraio 2014 ed in seconda convocazione il 1° marzo 2014 e, in caso di esito favorevole di tale delibera, verrà eseguito prima dell'Assemblea Straordinaria del Creberg, chiamata in unica convocazione il 25 aprile 2014 ad approvare il Progetto di Fusione.

Ne deriva che, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio nell'ambito della Prospettata Fusione, gli Amministratori delle Società hanno dovuto tenere conto del Prospettato Aumento di Capitale, ai fini della determinazione del valore economico assoluto del Banco Popolare. Tuttavia, alla data del 17 febbraio 2014, le condizioni finanziarie del Prospettato Aumento di Capitale (prezzo di emissione delle azioni e relativo numero) non erano ancora state definite, né è possibile ipotizzare ad oggi quali queste saranno, dipendendo le stesse da diversi fattori che saranno noti solo successivamente alla data della presente relazione.

Tali fattori sono rappresentati, in particolare, dagli elementi di seguito indicati:

- dal prezzo del titolo del Banco Popolare il giorno in cui il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare determinerà le condizioni di emissione delle nuove azioni;
- dalle condizioni di mercato al momento della delibera da parte del Consiglio di Amministrazione;
- dallo sconto che verrà applicato sul prezzo TERP (*Theoretical Ex Rights Price*).

Di conseguenza, pur rilevando, ai fini della valutazione, il valore economico assoluto del Banco Popolare post Prospettato Aumento di Capitale, non essendo noto il numero di azioni del Banco Popolare post Prospettato Aumento di Capitale, non è determinabile un valore per azione del Banco

Popolare, elemento necessario per esprimere il Rapporto di Cambio nell'ambito della Prospettata Fusione. Il Rapporto di Cambio, inteso come numero di azioni Banco Popolare da emettere per ciascuna azione Creberg oggetto di fusione, potrà, pertanto, essere quantificato puntualmente solo una volta definite le condizioni del Prospettato Aumento di Capitale.

Alla luce di quanto sopra, gli Amministratori delle Banche, con il supporto dei rispettivi Consulenti, hanno rappresentato il Rapporto di Cambio come una formula soggetta ad aggiustamento per il numero di azioni di nuova emissione del Banco Popolare e nella quale vengono fissati i seguenti elementi:

- i valori assoluti dell'Incorporante e dell'Incorporata;
- il numero di azioni esistenti delle Società.

Tale formula viene, inoltre, rettificata per l'eventuale raggruppamento azionario che interesserà il solo Banco Popolare, qualora la proposta di raggruppamento venga approvata dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti. Tale rettifica si applicherà alle sole azioni non raggruppate.

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 e di riflettere nella valutazione del Banco Popolare gli effetti del Prospettato Aumento di Capitale.

Il principio di omogeneità, privilegiato nella scelta dei criteri valutativi, è stato applicato compatibilmente con gli elementi caratteristici del Banco Popolare e del Creberg. I valori indicati dagli Amministratori delle Società 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.

Nell'ambito del processo valutativo svolto dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg, con il supporto dei rispettivi Consulenti, in coerenza con la prassi nazionale ed internazionale, le Società sono state autonomamente considerate e valutate sulla base della loro attuale configurazione e delle prospettive future, queste ultime apprezzate, in particolare, sulla base delle indicazioni contenute nelle Proiezioni 2014-2016/2018 (ovvero, in una prospettiva *stand-alone*), ossia ignorando l'impatto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dalla Prospettata Fusione; l'approccio seguito ha consentito, inoltre, di apprezzare l'impatto del Prospettato Aumento di Capitale del Banco Popolare.

Da ultimo, la valutazione delle Società è stata effettuata dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg, supportati dai rispettivi Consulenti, sulla base delle seguenti assunzioni:

- che le proiezioni economico-patrimoniali definitive contenute nel Piano industriale non presentino scostamenti rispetto al set informativo delle Proiezioni 2014-2016/18 utilizzato e che i risultati di bilancio relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013 siano in linea con quanto comunicato dal Banco Popolare in data 24 gennaio 2014;

- che le passività potenziali legate a contenziosi fiscali e legali (ad oggi non coperte da accantonamenti) non abbiano a manifestarsi;
- che si verifichi la distribuzione di un dividendo, pari a Euro 0,55 per azione, nel 2014, relativo all'esercizio 2013, solo da parte del Creberg;
- che il periodo di offerta delle nuove azioni in opzione del Prospettato Aumento di Capitale abbia avvio prima che la Prospettata Fusione acquisti efficacia civilistica;
- che l'importo effettivo del Prospettato Aumento di Capitale sia pari all'importo massimo oggetto della proposta di delibera dell'Aumento di Capitale sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria del Banco Popolare del prossimo 28 febbraio, in prima convocazione e il 1° marzo, in seconda convocazione.

4.2 Metodi di valutazione: considerazioni metodologiche generali

Come evidenziato al paragrafo precedente, le analisi valutative effettuate dagli Amministratori delle Banche, con il supporto dei rispettivi Consulenti, sono state effettuate in due distinti momenti temporali ed hanno portato, rispettivamente, alle delibere del 26 novembre 2013 e del 17 febbraio 2014 aventi ad oggetto il Rapporto di Cambio. In data 26 novembre 2013 gli Amministratori delle due Società hanno deliberato un Rapporto di Cambio puntuale. In data 17 febbraio 2014, sulla base delle considerazioni riportate al paragrafo precedente, il Rapporto di Cambio deliberato è rappresentato sotto forma di formula, come indicato in precedenza.

Gli eventi occorsi tra il 26 novembre 2013 e il 17 febbraio 2014, unitamente alla disponibilità delle Proiezioni 2014-2016/2018 delle Società, hanno indotto gli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, ad integrare, ovvero ad escludere, talune delle metodologie di valutazione che erano state adottate per la determinazione del Rapporto di Cambio deliberato nella seduta del 26 novembre 2013.

4.2.1 Metodi di valutazione adottati dai Consulenti e dagli Amministratori del Banco Popolare

Di seguito, si riportano i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori del Banco Popolare, con il supporto di Mediobanca, ai fini delle delibere del 26 novembre 2013 e del 17 febbraio 2014:

Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Banco Popolare	
Delibera del 26/11/2013	Delibera del 17/02/2014
Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa	Metodo del Dividend Discount Model nella variante Excess Capital
Metodo dei Premi riconosciuti in Fusioni Precedenti	
Metodo delle Transazioni Comparabili	

In occasione della delibera del 26 novembre, stante la non disponibilità di un piano industriale relativo al Gruppo Banco Popolare e al Creberg, oggetto di approvazione da parte dei rispettivi Consigli di

Amministrazione, gli Amministratori del Banco Popolare, con il supporto di Mediobanca, avevano adottato esclusivamente metodologie empiriche. Diversamente, ai fini della delibera del 17 febbraio 2014, gli Amministratori del Banco Popolare, in considerazione della disponibilità delle Proiezioni 2014-2016/2018 per il Gruppo Banco Popolare e per il Creberg, hanno ritenuto di applicare la metodologia del *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital* ("DDM"). Le metodologie che erano state adottate ai fini della delibera del 26 novembre 2013 non sono state ritenute più applicabili, in quanto basate su parametri di mercato, influenzati in maniera rilevante, nel periodo intercorso tra le due delibere dalle seguenti circostanze principali:

- con riferimento al titolo Creberg, dall'annuncio della Prospettata Fusione il 26 novembre 2013. Infatti, a partire da tale data, il titolo Creberg si è prima allineato al valore implicito riconosciuto agli azionisti Creberg, in funzione del Rapporto di Cambio, pari a 11,5, approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società e, successivamente, ha oscillato parallelamente all'andamento del titolo Banco Popolare, in funzione del Rapporto di Cambio;
- relativamente al titolo Banco Popolare, dall'annuncio, in data 24 gennaio 2014 del *profit warning* e del Prospettato Aumento di Capitale. A partire da tale data, i Consulenti della Banca hanno ritenuto che l'andamento del titolo Banco Popolare sia risultato penalizzato rispetto al comparto bancario e con esso il titolo Creberg che, come indicato sopra, a far data dal 27 novembre 2013, non aveva più espresso prezzi di borsa autonomi, in quanto dipendenti da quelli del Banco Popolare, in conseguenza dell'annuncio del Rapporto di Cambio al mercato in data 26 novembre 2013.

4.2.2 Metodi di valutazione adottati dai Consulenti e dagli Amministratori del Creberg

Di seguito, si riportano i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori del Creberg, con il supporto di Merrill Lynch, ai fini delle delibere del 26 novembre 2013 e del 17 febbraio 2014:

Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Creberg	
Delibera del 26/11/2013	Delibera del 17/02/2014
Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa	Metodo del Dividend Discount Model nella variante Excess Capital
Metodo dei Premi riconosciuti in Fusioni Precedenti	Metodo dei Multipli di Mercato
	Metodo dell'Analisi di Regressione
	Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa
	Metodo dei Premi riconosciuti in Fusioni Precedenti

Analogamente agli Amministratori del Banco Popolare, gli Amministratori del Creberg avevano adottato, in occasione della delibera del 26 novembre 2013, metodi di valutazione basati su rilevazioni empiriche. Nel secondo momento di valutazione, gli Amministratori del Creberg, supportati dal Consulente Merrill Lynch, hanno ritenuto l'andamento del titolo Creberg, successivamente all'annuncio della Prospettata Fusione in data 26 novembre 2013, limitatamente significativo. Hanno, tuttavia, ritenuto applicabili, quali metodologie per la verifica del Rapporto di Cambio, determinato attraverso le metodologie del *Dividend Discount Model*, dei Multipli di Mercato e dell'Analisi di Regressione, il metodo dell'Andamento dei prezzi di Borsa ed il metodo dei Premi riconosciuti in

Fusioni Precedenti, applicando alla media dei prezzi giornalieri del Creberg, nei periodi di sei mesi, tre mesi, un mese antecedenti la data del 26 novembre 2013, l'andamento di un indice di banche italiane successivo a tale data.

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

4.2.2.1 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 previsti 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.

4.2.2.2 Il Metodo dei Multipli di Mercato

Il metodo dei Multipli di Mercato si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite alle società comparabili e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori della azienda oggetto di valutazione.

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

In sintesi, le fasi in cui si articola l'applicazione del suddetto metodo sono le seguenti:

a. *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.

b. *Determinazione 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.

c. *Identificazione 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. Nella prassi di settore, i multipli più utilizzati sono il rapporto prezzo/utile netto (di seguito, "P/E"), nonché il rapporto prezzo/valore netto contabile (di seguito, "P/PN") e prezzo/patrimonio netto tangibile ("P/TBV") di aziende bancarie con caratteristiche similari.

d. *Applicazione dei multipli alle aziende in esame*

I multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle pertinenti grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della azienda oggetto di valutazione.

4.2.2.3 Il Metodo dell'Analisi di Regressione

Il metodo della Analisi di Regressione stima il capitale economico della azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto tangibile per un campione di società comparabili quotate.

Tale criterio consiste nell'analisi della relazione esistente fra la redditività di una società (espressa in termini di *Return on Average Tangible Equity*, di seguito "RoATE") attesa dal mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto tangibile per un campione di società quotate comparabili. Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione dei dati riguardanti il RoATE ed il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto tangibile, per un campione significativo di società. Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al RoATE prospettico ed al patrimonio netto tangibile delle aziende oggetto della valutazione, per derivarne il valore teorico di mercato.

L'applicazione del metodo di regressione si articola nelle seguenti fasi:

- a. determinazione del campione di società su cui effettuare l'Analisi di Regressione;
- b. determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per il RoATE;

- c. calcolo del RoATE e del rapporto prezzo/patrimonio netto tangibile per le società incluse nel campione;
- d. scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- e. determinazione del RoATE e del patrimonio netto tangibile delle aziende oggetto di valutazione;
- f. applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato indicativo per l'azienda oggetto di valutazione.

4.2.2.4 Il Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa

L'applicazione di tale metodologia consiste nella stima del valore economico delle Società oggetto di valutazione mediante l'utilizzo delle capitalizzazioni di Borsa, calcolate sulla base di quotazioni registrate in intervalli di tempo ritenuti significativi prima della data di riferimento. La caratteristica principale di tale metodologia consiste nella possibilità di esprimere in termini relativi il rapporto esistente tra i valori delle Società in oggetto, così come percepiti dal mercato.

4.2.2.5 Il Metodo dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili/Fusioni Precedenti

Il metodo dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili/Fusioni Precedenti individua il valore del capitale economico di un'azienda nell'ambito di una transazione sulla base del premio implicito nel prezzo pagato per la società target in operazioni similari, rispetto al prezzo medio di mercato della stessa in periodi precedenti ritenuti rilevanti.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo è necessario selezionare un campione di transazioni con caratteristiche il più possibile simili all'operazione in esame, con riferimento al settore di appartenenza, al tipo di processo ed ai rapporti di partecipazione preesistenti tra le Società coinvolte.

4.3 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori del Banco Popolare

Gli Amministratori del Banco Popolare hanno complessivamente condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dal proprio consulente Mediobanca, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti. Al riguardo, vengono di seguito riportati i dettagli relativi all'applicazione della metodologia utilizzata da Mediobanca, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini relativi.

Si precisa che Mediobanca ha applicato esclusivamente la metodologia del DDM, non ritenendo significativi i prezzi di Borsa del Banco Popolare e del Creberg, successivamente alla data del 26 novembre 2013, per le motivazioni riportate al paragrafo 4.2.1. Mediobanca non ha, inoltre, ritenuto applicabili altre metodologie valutative, ancorché di controllo, quali il metodo dei Multipli di Mercato e

dell'Analisi di Regressione, in ragione dell'assenza di un campione di banche realmente comparabili a quelle oggetto di valutazione.

Nell'applicazione del metodo del DDM, Mediobanca ha considerato le caratteristiche ed i limiti dello stesso, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente adottata nel settore bancario. Tale metodologia riflette inoltre gli impatti derivanti dal Prospettato Aumento di Capitale del Banco Popolare.

Mediobanca 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 influenzare l'analisi.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile necessario all'applicazione del metodo, Mediobanca 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%.

E' stato identificato, inoltre, come orizzonte temporale prescelto per la determinazione dei flussi, il periodo 2014 - 2018 sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali del Banco Popolare e del Creberg, anno oltre il quale il valore delle due Banche è stato determinato mediante l'attualizzazione del valore terminale.

Il tasso di sconto (k_e) utilizzato da Mediobanca è il medesimo per le due Banche ed è pari al 9,3%, 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 tre mesi precedenti la data del 17 febbraio 2014, pari al 4%;

" $R_m - R_f$ " (*market premium*), ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk-free*. E' stato utilizzato un valore del 4%;

"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, Mediobanca ha fatto riferimento al Beta fornito da Bloomberg per il Banco Popolare, misurato su un intervallo temporale di 3 anni, con rilevazioni settimanali; il Beta considerato è pari a 1,3.

In relazione al tasso di crescita perpetua, Mediobanca ha preso in considerazione un tasso del 2% 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:

- per entrambe le Banche il limite inferiore ed il limite superiore dell’intervallo di utili netti attesi per ciascun esercizio, desunti dalle Proiezioni 2014-2016/2018 del Banco Popolare e del Creberg;
- variazioni del tasso di sconto e del tasso di crescita di lungo periodo pari a +/- 20bps;

Mediobanca ha determinato i seguenti intervalli di valori assoluti:

- Banco Popolare: Euro 6.746 milioni – Euro 9.301 milioni;
- Creberg: Euro 1.831 milioni – Euro 2.015 milioni.

4.4 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori del Credito Bergamasco

Gli Amministratori del Creberg hanno complessivamente condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dal proprio consulente Merrill Lynch, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti. Al riguardo, vengono di seguito riportati i dettagli relativi all’applicazione delle metodologie utilizzate da Merrill Lynch, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini relativi. Si precisa al riguardo, che i metodi del DDM, dei Multipli di Mercato e dell’Analisi di Regressione, sono stati utilizzati da Merrill Lynch per determinare il rapporto relativo tra le Società, da inserire nella formula del Rapporto di Cambio (di seguito anche “i metodi per la determinazione del rapporto relativo”). Le metodologie dell’Andamento dei Prezzi di Borsa e dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili sono state utilizzate al fine di verificare il Rapporto di Cambio risultante dalla formula richiamata al precedente paragrafo 3 (di seguito anche “i metodi per la verifica del Rapporto di Cambio”), nell’ipotesi teorica in cui il Prospettato Aumento di Capitale del Banco Popolare venga effettuato emettendo le nuove azioni ad un prezzo pari al prezzo ufficiale del Banco Popolare in data 14 febbraio 2014, pari a Euro 1,457 (ovvero, in ipotesi di sconto nullo sul TERP).

Nell’applicazione dei suddetti metodi, Merrill Lynch ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel

settore bancario. Si consideri inoltre che gli impatti derivanti dal Prospettato Aumento di Capitale del Banco Popolare sono riflessi nei metodi di valutazione del DDM, dei Multipli di Mercato e dell'Analisi di Regressione.

Metodo del DDM

Merrill Lynch 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 Società, prescindendo dalla politica di distribuzione annunciata o storicamente perseguita che potrebbe influenzare l'analisi.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile necessario all'applicazione del metodo, Merrill Lynch 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 al 10%.

E' stato identificato, inoltre, come orizzonte temporale prescelto per la determinazione dei flussi, il periodo 2014 – 2018, sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali del Banco Popolare e del Creberg, anno oltre il quale il valore delle due Banche è stato determinato mediante l'attualizzazione del valore terminale. Si precisa che Merrill Lynch ha considerato, come dato di utile netto, il dato medio degli intervalli di utili netti, previsti per ciascun esercizio, desunti dalle Proiezioni 2014-2016/2018 del Banco Popolare e del Creberg.

Il tasso di sconto (k_e) utilizzato da Merrill Lynch è il medesimo per le due Banche ed è pari all'11,5%, 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 dei BPT decennali alla data del 14 febbraio 2014, pari al 3,7%;

" $R_m - R_f$ " (*market premium*), ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk-free*. E' stato utilizzato un valore del 5,4%;

"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, Merrill Lynch ha fatto riferimento al Beta fornito da Bloomberg per Banco Popolare, misurato su un intervallo temporale di 2 anni, con rilevazioni settimanali; il Beta considerato è pari a 1,4.

In relazione al tasso di crescita perpetua, Merrill Lynch ha preso in considerazione un tasso del 2% per entrambe le Banche.

Il valore terminale è stato calcolato secondo la seguente formula:

Valore Terminale = 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:

- per il Banco Popolare i valori di K_e e g descritti sopra;
- per il Creberg, un intervallo di tassi di sconto compresi tra il 10,5% e l’11,5%;

Merrill Lynch ha determinato i seguenti intervalli di valori assoluti:

- Banco Popolare: Euro 6.046 milioni;
- Creberg: Euro 1.512 milioni – Euro 1.649 milioni.

Metodo dei Multipli di Mercato

Ai fini della determinazione del valore assoluto del Banco Popolare e del Creberg, Merrill Lynch ha fatto riferimento unicamente al rapporto “capitalizzazione di Borsa/utile netto atteso” (*Price to Earnings* o P/E) per l’esercizio 2015.

Il campione di banche comparabili selezionato comprende le principali banche italiane ed è il medesimo per entrambe le Banche.

Di seguito, si riporta l’elenco delle banche comparabili selezionate:

- Intesa Sanpaolo;
- UBI Banca;
- Banca Popolare dell’Emilia Romagna;
- Banca Monte dei Paschi di Siena;
- Banca Popolare di Milano.

Ciascun multiplo P/E è stato calcolato sulla base delle stime di utile netto del *consensus* di mercato. I prezzi di Borsa considerati sono quelli puntuali alla data del 14 febbraio 2014.

Il dato medio del multiplo P/E 2015 del campione di banche selezionato è stato applicato alle previsioni di utile netto atteso del Banco Popolare e del Creberg. Al riguardo, si precisa che:

- Merrill Lynch ha preso in considerazione il dato medio di utile netto risultante dagli intervalli di utili netti attesi, desunti dalle Proiezioni 2014-2016/2018 delle Società;
- in considerazione del fatto che per il Banco Popolare sono disponibili anche stime di *consensus*, Merrill Lynch ha applicato il dato medio del multiplo P/E 2015 del campione anche alle stime di *consensus* 2015 del Banco Popolare.

Sulla base di quanto descritto precedentemente, Merrill Lynch ha determinato i seguenti intervalli di valori assoluti:

- Banco Popolare: Euro 4.437 milioni – Euro 5.506 milioni;
- Creberg: Euro 1.376 milioni.

Metodo dell'Analisi di Regressione

Ai fini dell'applicazione di tale metodo, è stato utilizzato il seguente elenco di banche comparabili:

- Intesa Sanpaolo;
- UBI Banca;
- UniCredit;
- Banca Popolare dell'Emilia Romagna;
- Banca Monte dei Paschi di Siena;
- Banca Popolare di Milano.

Sono stati, inoltre, utilizzati gli stessi prezzi di Borsa puntuali (valori alla data del 14 febbraio 2014), adottati nell'ambito del criterio dei Multipli di Mercato.

I valori di RoATE e P/TBV riferiti al campione di società comparabili sono stati calcolati sulla base dei dati di utile netto, patrimonio netto tangibile e dividendi attesi prospettici, così come forniti dal *consensus* di mercato.

Si precisa che:

- Merrill Lynch ha preso in considerazione il dato medio di utile netto risultante dagli intervalli di utili netto attesi desunti dalle Proiezioni 2014-2016/2018 delle Società;
- in considerazione del fatto che per il Banco Popolare sono disponibili anche stime di *consensus*, Merrill Lynch ha calcolato il RoATE del Banco Popolare anche facendo riferimento alle stime di *consensus* 2015 del Banco Popolare;
- l'orizzonte temporale considerato per l'applicazione del metodo dell'Analisi di Regressione è l'esercizio 2015, con riferimento al Banco Popolare e gli esercizi 2014-2015, con riferimento al Creberg.

Sulla base di quanto descritto precedentemente, Merrill Lynch ha determinato i seguenti intervalli di valori assoluti:

- Banco Popolare: Euro 4.250 milioni – Euro 4.484 milioni;
- Creberg: Euro 875 milioni - Euro 1.028 milioni.

Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa

Per quanto riguarda il Banco Popolare, tale metodologia è stata applicata da Merrill Lynch prendendo come riferimento la media dei prezzi giornalieri, rispettivamente, negli ultimi sei mesi, tre mesi e un mese anteriori alla data del 17 febbraio 2014.

Per quanto concerne il Creberg, il relativo prezzo azionario negli ultimi mesi è stato ritenuto poco significativo, in quanto influenzato dal Rapporto di Cambio fissato in data 26 novembre 2013, così come evidenziato al paragrafo 4.2.2. Di conseguenza, al fine di stimare un andamento per lo stesso, indipendente rispetto all'andamento effettivo di Borsa condizionato dalla fissazione del Rapporto di Cambio sopra richiamato, è stata considerata la media dei prezzi giornalieri del Creberg nei periodi di sei mesi, tre mesi, un mese precedenti la data del 26 novembre 2013 e si è applicato a tali dati l'andamento di un indice di banche italiane (indice FTSE ITA Banks – Fonte: Factset), successivo a tale data.

Si precisa, inoltre, che le medie dei prezzi giornalieri del Creberg nei periodi di sei mesi, tre mesi e un mese precedenti la data del 26 novembre 2013, sono state adeguate per tenere conto del dividendo atteso in distribuzione, pari a Euro 0,55 per azione.

Sulla base di quanto descritto precedentemente, Merrill Lynch ha determinato i seguenti intervalli di prezzo per azione del Banco Popolare e del Creberg:

Metodo dell'andamento dei Prezzi di Borsa			
Banca	Prezzo (Euro)		
	Media 1 mese	Media 3 mesi	Media 6 mesi
Banco Popolare	1,4	1,4	1,3
Creberg (*)	14,5	13,3	13,4

(*) prezzo di Borsa adeguato per tenere conto del dividendo atteso in distribuzione, pari a Euro 0,55 per azione, nonché dell'andamento di un indice di banche italiane.

Metodo dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili

Merrill Lynch ha proceduto ad analizzare i premi sui prezzi di mercato impliciti nel corrispettivo pagato in transazioni comparabili. Il campione selezionato di transazioni comparabili include fusioni completate in Italia nel settore bancario, tra una società e una sua controllata, entrambe quotate.

Per tale campione, sono stati calcolati i premi sul prezzo azionario medio della controllata in un periodo di uno, tre e sei mesi prima dell'annuncio della transazione. L'analisi effettuata ha evidenziato premi compresi tra il 13% ed il 27,7%.

Tale metodo è applicabile solamente al Creberg, in quanto Società incorporanda, mentre il Banco Popolare è stato valutato al prezzo di mercato, prendendo in considerazione le media di uno, tre e sei mesi precedenti la data del 17 febbraio 2014. In considerazione, tuttavia, della limitata significatività del prezzo azionario del titolo Creberg negli ultimi mesi, in quanto influenzato dal Rapporto di Cambio fissato il 26 novembre 2013, Merrill Lynch ha considerato la media dei prezzi giornalieri del Creberg nei periodi di sei mesi, tre mesi un mese precedenti la data del 26 novembre 2013 e ha applicato a tali dati l'andamento di un indice di banche italiane (indice FTSE ITA Banks – Fonte: Factset) successivo a tale data.

Sulla base di quanto descritto precedentemente, Merrill Lynch ha determinato i seguenti intervalli di prezzo per azione del Banco Popolare e del Creberg:

Metodo dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili			
Banca	Prezzo (Euro)		
	Media 1 mese	Media 3 mesi	Media 6 mesi
Banco Popolare	1,4	1,4	1,3
Creberg (*)	16,4	15,7	17,1

- (*) prezzo di Borsa adeguato per tenere conto del dividendo atteso in distribuzione, pari a Euro 0,55 per azione, nonché dell'andamento di un indice di banche italiane e del premio riconosciuto in transazioni comparabili, come sopra indicato.

4.5 Sintesi dei risultati delle valutazioni

Le analisi effettuate hanno, pertanto, portato i Consulenti del Banco Popolare e del Creberg a determinare i seguenti valori economici, minimi e massimi, del Banco Popolare e del Creberg, nonché a individuare gli intervalli di rapporti relativi tra le due Società, risultanti dall'applicazione dei metodi illustrati precedentemente.

Di seguito, si riportano i risultati ottenuti da Mediobanca:

TABELLA 1

Sintesi dei risultati ottenuti da Mediobanca						
Metodo	Banco Popolare		Creberg		Rapporto relativo	
	Valore assoluto		Valore assoluto		Rapporto relativo	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max
(Euro in milioni eccetto per il rapporto relativo)						
Metodo del DDM	6.746	9.301	1.831	2.015	3,68	4,62

Di seguito, si riportano i risultati ottenuti da Merrill Lynch:

TABELLA 2

Sintesi dei risultati ottenuti da Merrill Lynch						
Metodi	Banco Popolare		Creberg		Rapporto relativo	
	Valore assoluto		Valore assoluto		Rapporto relativo	
	Min	Max	Min	Max	Min	Max
(Euro in milioni eccetto per il rapporto relativo)						
Metodo del DDM	6.046		1.512	1.649	3,67	4,00
Metodo dei Multipli di Mercato	4.437	5.506	1.376		3,23	4,00
Metodo dell'Analisi di Regressione	4.250	4.484	875	1.028	4,14	5,12

In relazione al metodo dell'Analisi di Regressione, il rapporto relativo minimo è stato ottenuto rapportando il valore assoluto minimo del Banco Popolare al valore assoluto massimo del Creberg; il rapporto relativo massimo è stato ottenuto rapportando il valore assoluto massimo del Banco Popolare al valore assoluto minimo del Creberg.

Assumendo a titolo teorico che, nell'ambito del Prospettato Aumento di Capitale le nuove azioni vengano emesse a un prezzo pari al prezzo ufficiale del Banco Popolare alla data del 14 febbraio 2014 (pari a Euro 1,457, ovvero ipotizzando uno sconto nullo sul TERP), Merrill Lynch ha calcolato i rapporti di cambio impliciti nelle metodologie sopra riportate e li ha verificati, mediante confronto con i risultati ottenuti mediante l'applicazione del Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa e dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili.

Di seguito, si riportano i rapporti di cambio calcolati da Merrill Lynch:

Sintesi dei risultati ottenuti da Merrill Lynch in termini di rapporto di cambio

<u>Metodologie utilizzate per la determinazione del rapporto relativo</u>	Rapporto di cambio	
	Min	Max
Metodo del DDM	11,3	12,3
Metodo dei Multipli di Mercato	11,3	14,0
Metodo dell'Analisi di Regressione	8,8	10,9
 <u>Metodologie utilizzate per la verifica del rapporto di cambio</u>		
Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa	9,5	10,4
Metodo dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili	11,2	12,9

5 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori e dai Consulenti delle Banche

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg, 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 riscontrate dagli Amministratori e dai Consulenti del Banco Popolare

- **Variabilità del numero di azioni del Banco Popolare al servizio del Prospettato Aumento di Capitale**

La proposta di Aumento di Capitale sarà oggetto di delibera da parte della prossima Assemblea Straordinaria del Banco Popolare, prevista in data 28 febbraio 2014, in prima convocazione ed in seconda convocazione il 1° marzo 2014; pertanto, non è noto, alla data delle valutazioni effettuate dagli Amministratori delle Banche il numero di azioni Banco Popolare post Aumento di Capitale, né è possibile ipotizzare quante queste saranno, dipendendo il numero di azioni da emettere da diversi fattori, che saranno noti successivamente, quali, in particolare:

- il prezzo del Banco Popolare il giorno in cui il Consiglio di Amministrazione della Incorporante determinerà le condizioni di emissione delle nuove azioni;
- le condizioni di mercato del momento, nonché lo sconto sul TERP.

Atteso quanto sopra, gli Amministratori sono addivenuti alla determinazione di rappresentare il Rapporto di Cambio attraverso una formula, soggetta ad aggiustamento per il numero di azioni di nuova emissione del Banco Popolare, nell'ambito della quale vengono fissati i valori assoluti della Società Incorporante e della Società Incorporata ed il numero di azioni esistenti, rettificato per l'eventuale raggruppamento azionario che interesserà il solo Banco Popolare, qualora la proposta di raggruppamento venga approvata dall'Assemblea Straordinaria dei soci convocata il 28 febbraio 2014, in prima convocazione ed il 1° marzo 2014 in seconda convocazione.

- **Non disponibilità di un piano industriale relativo al Gruppo Banco Popolare e al Creberg**

Le proiezioni economico-patrimoniali lungo l'arco del Piano Industriale (2014-2016/2018), utilizzate ai fini delle valutazioni, contengono un *range* di utile netto per ciascun esercizio, sia per il Banco Popolare, sia per il Credito Bergamasco, da cui potrebbero discostarsi le proiezioni economico-patrimoniali definitive del Piano Industriale che verranno approvate dal Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare il 27 febbraio 2014.

A tal riguardo, si evidenzia che una delle assunzioni effettuate, nonché richiamata al paragrafo 4.1, è rappresentata dalla circostanza che le proiezioni economico-patrimoniali definitive, contenute nel Piano Industriale sopra richiamato, non presentino scostamenti rispetto alle Proiezioni 2014-2016/2018 e che i risultati di bilancio relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013 siano in linea con quanto comunicato dal Banco Popolare in data 24 gennaio 2014.

L'utilizzo di un intervallo di valori di utile netto, per ciascun esercizio, per entrambe le Banche, è risultata, in ogni caso, bilanciata dalla circostanza che Mediobanca ha condotto analisi di sensitività sulle sopra richiamate proiezioni economico-patrimoniali, considerando, in particolare, per entrambe le Banche, il limite inferiore ed il limite superiore dell'intervallo di utili netti attesi, per ciascun esercizio, desunti dalle Proiezioni 2014-2016/2018 delle Banche.

- **Limiti insiti nei dati previsionali**

Le valutazioni, effettuate dagli Amministratori delle Banche, sono state svolte utilizzando dati economico-finanziari prospettici che presentano per loro natura profili di incertezza; pertanto, la variazione dei dati previsionali utilizzati, qualora non confermati nella stesura definitiva del Piano Industriale di Gruppo, potrebbe avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni.

Premettendo quanto già evidenziato al punto precedente in relazione alla non disponibilità di un Piano Industriale approvato, le difficoltà insite nell'utilizzo di dati previsionali sono state mitigate dalla circostanza che, nell'ambito della attività di predisposizione di tali proiezioni economico-finanziarie, i rispettivi management delle Banche hanno proceduto a condividere le principali assunzioni e i criteri utilizzati, al fine di rendere le assunzioni metodologiche e i dati relativi alle due Banche il più possibili omogenei.

5.2 Difficoltà riscontrate dagli Amministratori e dai Consulenti del Creberg

- **Variabilità del numero di azioni del Banco Popolare al servizio della Prospettata Operazione di Aumento di Capitale**

L'Aumento di Capitale annunciato il 24 gennaio 2014 dal Banco Popolare verrà completato in un momento successivo alla data odierna, ed avrà impatti sulla capitalizzazione di mercato del Banco Popolare, sul numero totale di azioni della Banca e quindi sul relativo prezzo. Alla data della loro relazione non è noto il numero di nuove azioni che verrà emesso dal Banco Popolare, valore che dipenderà da fattori come, il prezzo del titolo al momento della determinazione delle condizioni dell'Aumento di Capitale, nonché lo sconto che verrà applicato sul TERP per determinare il prezzo di sottoscrizione delle azioni da emettere.

Inoltre, il Banco Popolare ha annunciato l'intenzione di effettuare un raggruppamento azionario con l'emissione di un'azione per ogni dieci azioni esistenti. Non si è tenuto conto di tale circostanza, nell'ambito del processo di determinazione dei Rapporti di Cambio con le varie metodologie, tra gli altri aspetti, al fine di consentire la comparabilità con il Rapporto di Cambio fissato il 26 novembre 2013.

A tale riguardo, gli Amministratori del Creberg sono addivenuti alla determinazione di fissare il Rapporto di Cambio attraverso una formula soggetta ad aggiustamento per il numero di azioni di nuova emissione del Banco Popolare e nella quale vengono fissati i valori assoluti della Società Incorporante e della Società Incorporata ed il numero di azioni esistenti, rettificato per l'eventuale raggruppamento azionario che interesserà il solo Banco Popolare, qualora la proposta di raggruppamento venga approvata dall'Assemblea Straordinaria dei soci convocata il 28 febbraio 2014 in prima convocazione ed il 1° marzo 2014 in seconda convocazione.

- **Alcune metodologie di valutazione non permettono, per la loro natura, di riflettere certi eventi successivi all'annuncio della Prospettata Operazione di Fusione**

A partire dal 26 novembre 2013, l'andamento del titolo Creberg è stato influenzato dal Rapporto di Cambio fissato in tale data; di conseguenza, ai fini dell'applicazione di taluni metodi di valutazione, come indicato al precedente paragrafo 4.4, è stato utilizzato un valore approssimato, per riflettere l'andamento del titolo, facendo riferimento a un indice di banche italiane.

- **Ipotesi di pagamento di dividendi**

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stato tenuto in considerazione che, prima del completamento del processo di fusione delle Banche, Creberg pagherà ai propri azionisti un dividendo per azione pari a Euro 0,55.

Tale previsione è stata ricompresa tra le assunzioni effettuate e considerate alla base delle analisi utili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

- **Valutazione in ottica di funzionamento *stand alone***

L'analisi è stata condotta considerando il Banco Popolare e il Creberg, in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza sostanziali mutamenti di gestione.

Tale previsione è stata ricompresa tra le assunzioni effettuate e considerate alla base delle analisi utili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg

Sulla base dell'applicazione dei metodi valutativi descritti nel precedente paragrafo 4.2, nonché di un'analisi ragionata dei risultati ottenuti mediante l'applicazione delle diverse metodologie prescelte, illustrate nei precedenti paragrafi 4.3. e 4.4, gli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg hanno determinato il rapporto relativo tra il valore assoluto del Banco Popolare e il valore assoluto del Creberg, quantificandolo in un valore pari a 3,935.

Conseguentemente, atteso quanto già evidenziato ai paragrafi 1 e 3 della presente relazione, gli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg, al fine di tenere conto degli effetti del Prospettato Aumento di Capitale e del Prospettato Raggruppamento, ove tali operazioni siano eseguite prima della data di efficacia della Prospettata Fusione, sono addivenuti alla determinazione del Rapporto di Cambio, rappresentato dalla seguente formula:

$$\text{Rapporto di Cambio} = \left[\frac{(1.763.730.870 + N)}{61.726.847} \times \frac{1}{3,935} \right] / \text{Coefficiente di raggruppamento}$$

dove:

- n. 1.763.730.870 indica il numero di azioni del Banco Popolare in circolazione alla data del 14 febbraio 2014;
- "N" indica il numero di nuove azioni ordinarie del Banco Popolare che saranno emesse a fronte dell'Aumento di Capitale per un importo massimo di Euro 1,5 miliardi;
- n. 61.726.847 indica il numero di azioni del Creberg in circolazione alla data del 14 febbraio 2014;
- 3,935 indica il rapporto relativo tra il valore assoluto attribuito al Banco Popolare e il valore assoluto attribuito al Creberg da parte degli Amministratori delle Banche;
- "Coefficiente di raggruppamento" indica il valore corrispondente al coefficiente di raggruppamento delle azioni ordinarie del Banco Popolare, assunto che, in ipotesi di approvazione della proposta del Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare, sarà pari a 10, ovvero corrispondente a n. 1 nuova azione ordinaria con godimento regolare per ogni n. 10 azioni ordinarie esistenti. Si precisa che il coefficiente di raggruppamento si applica alle sole azioni non raggruppate.

Si evidenzia come il rapporto relativo selezionato, pari a 3,935, in ipotesi di emissione delle nuove azioni del Banco Popolare, in esecuzione del Prospettato Aumento di Capitale ad un prezzo pari al prezzo ufficiale del Banco Popolare del 14 febbraio 2014 (Euro 1,457 per azione) e, pertanto, senza sconto sul TERP, corrisponda ad un Rapporto di Cambio pari a 11,5 azioni ordinarie del Banco Popolare per un'azione ordinaria del Creberg, valore corrispondente al Rapporto di Cambio deliberato dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg in data 26 novembre 2013.

7 Lavoro svolto

7.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Come già indicato in precedenza:

- il bilancio d'esercizio del Banco Popolare e del Creberg al 31 dicembre 2012, nonché il bilancio consolidato del Gruppo Banco Popolare al 31 dicembre 2012, approvati dai Consigli di Amministrazione delle Banche rispettivamente il 15 marzo 2013 ed il 7 marzo 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 senza rilievi;
- le situazioni patrimoniali di cui all'art. 2501-quater del Codice Civile del Banco Popolare e del Creberg sono rappresentate dalla relazione finanziaria semestrale consolidata al 30 giugno 2013 del Banco Popolare e dalla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2013 del Creberg, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 27 e 26 agosto 2013 e corredate dalle relazioni della Società di Revisione Reconta Ernst & Young SpA sulla revisione contabile limitata.

Inoltre, si evidenzia che i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori negli Addendum approvati dai Consigli di Amministrazione del 17 febbraio 2014, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, assumono come base di riferimento i dati economici e patrimoniali al 31 dicembre 2013 del Banco Popolare e del Creberg, oggetto di prevista approvazione da parte dei Consigli di Amministrazione delle Banche in data 27 febbraio 2014.

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 Reconta Ernst & Young SpA le risultanze della revisione contabile limitata della relazione semestrale consolidata del Banco Popolare al 30 giugno 2013, nonché della revisione contabile limitata della relazione semestrale del Creberg al 30 giugno 2013, in qualità di revisore legale di entrambe le Banche. Inoltre, abbiamo discusso degli eventi successivi intervenuti fino alla data della presente relazione;

- abbiamo raccolto, attraverso incontri e discussioni con le Direzioni del Banco Popolare e del Creberg, 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 Previsioni di Chiusura relative all'esercizio 2013, utilizzate come base di riferimento per i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori negli Addendum, e che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro lavoro;
- abbiamo raccolto la documentazione relativa alle operazioni maggiormente significative relative a tutto il gruppo Banco Popolare (incluso quindi il Creberg) intervenute dal 1° luglio 2013 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 del Banco Popolare e del Creberg, dal 1° luglio 2013 e fino alla data della presente relazione, abbiamo successivamente proceduto ad analizzare i punti maggiormente significativi per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci;
- relativamente alle proiezioni economico-patrimoniali lungo l'arco del Piano Industriale (2014-2016/2018) del Banco Popolare e del Creberg, 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 le Direzioni e i responsabili delle Società i criteri e le assunzioni utilizzati per la loro redazione;
- 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 stime e delle proiezioni economico-patrimoniali lungo l'arco del Piano Industriale (2014-2016/2018), 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 del Banco Popolare e del Creberg, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, 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 del Banco Popolare e del Creberg in data 26 novembre 2013, la clausola integrativa del progetto di fusione approvata dai Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg in data 17 febbraio 2014, le relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg, redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile e dell'art. 70, comma 2, del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 26 novembre 2013 e gli Addendum alla relazione dei Consigli di Amministrazione delle Società approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 17 febbraio 2014. Tali documenti sono stati ottenuti in via anticipata dalle Società onde consentire lo svolgimento delle attività necessarie ai fini dell'emissione della presente relazione;
- abbiamo esaminato le relazioni 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, l'accuratezza e la non contraddittorietà dei procedimenti seguiti e delle motivazioni addotte dagli Amministratori delle Banche e dai loro Consulenti nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- 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 ed 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 è quello di esprimere una stima dei valori economici relativi alle Banche oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione comparativa di criteri omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio; stima che deve essere considerata in termini relativi e 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 del Banco Popolare e del Creberg, sono riportate di seguito.

8.1 Adeguatezza dei metodi utilizzati

8.1.1 L'approccio metodologico complessivo

L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico del Banco Popolare e del Creberg è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e utilizzati, sia a livello nazionale, sia in ambito internazionale, nel contesto delle valutazioni di realtà bancarie con caratteristiche similari a quelle in oggetto.

Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, richiamate ai paragrafi 4.3 e 4.4 della presente relazione, gli Amministratori hanno, inoltre, considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale; sotto diverso profilo, le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui gli Amministratori 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.

Le valutazioni ai fini dell'individuazione degli intervalli di valore economico del Banco Popolare e del Creberg sono state effettuate dagli Amministratori in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle Società. Tali sinergie, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione degli intervalli di valore economico delle Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi di tale tipologia di operazioni.

Riteniamo che la scelta degli Amministratori di individuare il rapporto relativo proposto in un valore pari a 3,935, sia ragionevole, in quanto tale dato si colloca all'interno dell'intervallo di valori, minimi e massimi, determinato dal Consulente del Banco Popolare (intervallo compreso tra un rapporto relativo pari un valore minimo di 3,68 ed un valore massimo di 4,62, come indicato alla tabella 1 di cui

al paragrafo 4.5), nonché all'interno della media degli intervalli di valore, minimi e massimi, determinati dal Consulente del Creberg (intervallo compreso tra un rapporto relativo pari a un valore minimo di 3,68 ed un valore massimo di 4,37, valori questi ottenuti come media aritmetica dei rapporti relativi indicati alla tabella 2 di cui al paragrafo 4.5).

Riteniamo, inoltre, che la scelta degli Amministratori di esprimere il Rapporto di Cambio mediante ricorso alla formula, richiamata ai paragrafi 3 e 6 della presente relazione, sia giustificata, in considerazione dell'impossibilità, per gli Amministratori, di ipotizzare il numero di azioni del Banco Popolare, al servizio del Prospettato Aumento di Capitale; circostanza questa dipendente da fattori oggetto di determinazione, solo in via successiva, quali, in particolare:

- il prezzo del Banco Popolare il giorno in cui il Consiglio di Amministrazione determinerà le condizioni di emissione delle nuove azioni;
- le condizioni di mercato che vigeranno in quel momento e lo sconto sul TERP.

8.1.2 Le principali considerazioni sul metodo di valutazione adottato da Mediobanca e fatto proprio dagli Amministratori del Banco Popolare

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, Mediobanca ha fatto riferimento esclusivamente alla metodologia del *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital*. Il *Dividend Discount Model* nella variante dell'*Excess Capital* rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, in questo caso rappresentati dai dividendi futuri, riconosciuti dalla migliore dottrina, soprattutto con riferimento al settore bancario.

Nell'ambito della determinazione del costo del capitale, la decisione di Mediobanca di non considerare il fattore Beta del Creberg appare ragionevole, in considerazione dei ridotti volumi di scambi del titolo.

La decisione di Mediobanca di non applicare metodologie basate sull'Andamento dei Prezzi di Borsa, su Premi riconosciuti in Fusioni Precedenti e su Transazioni Comparabili, metodi che erano stati applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio oggetto di delibera da parte del Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare nella seduta del 26 novembre 2013, appare giustificata, in considerazione della limitata significatività dell'andamento dei titoli Creberg e Banco Popolare, nel periodo 26 novembre 2013 – 17 febbraio 2014, ovvero post annuncio della delibera sopra richiamata.

8.1.3 Le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati da Merrill Lynch e fatti propri dagli Amministratori del Creberg

Ai fini della determinazione del rapporto relativo tra il Banco Popolare e il Creberg, Merrill Lynch ha adottato le metodologie del DDM, dei Multipli di Mercato e dell'Analisi di Regressione.

In relazione alla metodologia del DDM ed alla decisione di Merrill Lynch, nella determinazione del costo del capitale, di non considerare il fattore Beta del Creberg, si rimanda alle considerazioni formulate precedentemente per le valutazioni effettuate da Mediobanca.

Il metodo dei Multipli di Mercato e dell'Analisi di Regressione risultano di consolidata applicazione nella prassi di settore, sia come metodi di valutazione principali, sia come metodi di controllo.

Con specifico riguardo all'intervallo di valori relativi, determinati mediante l'applicazione della metodologia dell'Analisi di Regressione, si evidenzia come, in ipotesi di utilizzo di un medesimo parametro temporale di riferimento per le due Banche (RoATE 2015 per entrambe le Società), il valore del rapporto relativo selezionato, pari a 3,935, sarebbe stato ricompreso all'interno dei valori, minimi e massimi, rideterminati mediante l'applicazione della metodologia dell'Analisi di Regressione, secondo la modalità sopra richiamata.

I campioni di banche comparabili considerati da Merrill Lynch per l'applicazione del metodo dei multipli di Mercato e dell'Analisi di Regressione non sono i medesimi. L'utilizzo dei medesimi campioni di banche comparabili non avrebbe, peraltro, determinato variazioni significative dei risultati ottenuti a conferma del rapporto relativo selezionato dagli Amministratori del Creberg, pari a 3,935.

In relazione al metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa e dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili, si ritiene che le considerazioni fatte da Merrill Lynch in merito alla limitata significatività dell'andamento del titolo Creberg, nel periodo 26 novembre 2013-17 febbraio 2014, siano ragionevoli. Si evidenzia, in particolare, che tali metodologie sono state utilizzate a meri fini di verifica del Rapporto di Cambio, mediante raffronto con il valore risultante dalla formula approvata dagli Amministratori del Creberg, nell'ipotesi teorica in cui il Prospettato Aumento di Capitale del Banco Popolare venga effettuato emettendo le nuove azioni ad un prezzo pari al prezzo ufficiale del Banco Popolare in data 17 febbraio 2014 (ovvero, in ipotesi di sconto nullo sul TERP).

8.2 Validità delle stime prodotte

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori con il supporto dei Consulenti si basano su previsioni economico-patrimoniali delle Società approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione. Tali previsioni contengono, in particolare, degli intervalli di utili netti attesi delle Società per il periodo 2015-2018 (per il 2014 è stata fornita una stima puntuale). Tali proiezioni riflettono, inoltre, il Prospettato Aumento di Capitale nella misura massima oggetto della proposta di delibera di Aumento di Capitale sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria del Banco Popolare del 28 febbraio 2014, in prima convocazione e del 1° marzo 2014, in seconda convocazione. Infine, si sottolinea che in data 27 febbraio 2014, è previsto che il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare approvi il Piano Industriale del Gruppo Banco Popolare.

Si evidenzia, pertanto, che, come già evidenziato dagli Amministratori del Banco Popolare e del Creberg nei rispettivi Addendum, nonché richiamato al paragrafo 4.1 della presente relazione, sono state formulate le seguenti assunzioni:

- che le proiezioni economico-patrimoniali definitive contenute nel Piano industriale non presentino scostamenti rispetto al set informativo delle Proiezioni 2014-2016/18 utilizzato e che i risultati di bilancio relativi all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2013 siano in linea con quanto comunicato dal Banco Popolare in data 24 gennaio 2014;
- che le passività potenziali legate a contenziosi fiscali e legali (ad oggi non coperte da accantonamenti) non abbiano a manifestarsi;
- che si verifichi la distribuzione di un dividendo, pari a Euro 0,55 per azione nel 2014, relativo all'esercizio 2013, solo da parte del Creberg;
- che il periodo di offerta delle nuove azioni in opzione del Prospettato Aumento di Capitale abbia avvio prima che la Prospettata Fusione acquisti efficacia civilistica;
- che l'importo effettivo del Prospettato Aumento di Capitale sia pari all'importo massimo oggetto della proposta di delibera dell'Aumento di Capitale, sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria del Banco Popolare del prossimo 28 febbraio, in prima convocazione e il 1° marzo in seconda convocazione.

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 2014-2016/2018 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 del Banco Popolare e del Creberg.

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 del Banco Popolare e Creberg e riportate al precedente paragrafo 5, abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso in cui attengano a gruppi bancari complessi. A tale riguardo, le differenti caratteristiche del Banco Popolare e del Creberg 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; tra gli altri aspetti, si evidenziano le peculiarità dell'operazione medesima, richiamate ai paragrafi 1 e 4.1 della presente relazione, nonché le assunzioni di cui ai paragrafi 4.1 e 8.2 della relazione stessa. I risultati delle analisi condotte dai Consulenti e dagli Amministratori delle Banche 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 tali peculiarità valutative.

- ***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 2014-2016/2018 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.

- ***Volatilità dei mercati***

L'utilizzo da parte dei Consulenti e degli Amministratori del Creberg di alcune metodologie di valutazione che fanno 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, facendo ricorso all'approccio metodologico complessivo precedentemente illustrato.

- ***Non disponibilità delle proiezioni definitive del Piano Industriale del Gruppo Banco Popolare***

La determinazione del Rapporto di Cambio si basa sulle Proiezioni 2014-2016/2018 relative alle Società che individuano un intervallo di utile netto, per gli esercizi 2015-2018. In data 27 febbraio 2014 è previsto che il Consiglio di Amministrazione del Banco Popolare approvi il Piano Industriale di Gruppo; si evidenzia, pertanto, che le conclusioni contenute nella presente relazione sono valide nella misura in cui le Proiezioni economico-patrimoniali definitive contenute nel Piano Industriale, oggetto di prevista approvazione come sopra richiamato, ricadano all'interno degli intervalli riportati nelle Proiezioni 2014-2016/2018.

- ***Non disponibilità dei bilanci al 31 dicembre 2013 del Banco Popolare e del Creberg***

La determinazione del Rapporto di Cambio si basa sulle Previsioni di Chiusura al 31 dicembre 2013 del Banco Popolare e del Creberg. E' stato previsto che i Consigli di Amministrazione del Banco Popolare e del Creberg approvino i progetti di bilancio al 31 dicembre 2013 delle Banche, rispettivamente, in data 27 e 26 febbraio 2014; si evidenzia, pertanto, che le conclusioni contenute nella presente relazione sono valide nella misura in cui i progetti di bilancio che saranno approvati successivamente alla redazione della presente relazione non si discostino dalle Previsioni di Chiusura.

- ***Alcune metodologie di valutazione applicate non permettono di riflettere gli effetti del Prospettato Aumento di Capitale***

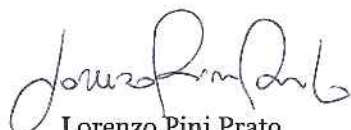
I metodi dell'Andamento dei Prezzi di Borsa e dei Premi riconosciuti in Transazioni Comparabili, essendo basati sul prezzo di Borsa del Banco Popolare, non permettono di riflettere gli impatti del Prospettato Aumento di Capitale. Si evidenzia, tuttavia, che i metodi utilizzati dagli Amministratori delle Banche con il supporto dei Consulenti, ai fini dell'identificazione del rapporto relativo tra il valore assoluto del Banco Popolare ed il valore assoluto del Creberg (metodo del DDM per il Consulente del Banco Popolare, metodi del DDM, dei Multipli di Mercato e dell'Analisi di Regressione per il Consulente del Creberg), consentono di riflettere gli effetti del Prospettato Aumento di Capitale.

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, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Consulenti, 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 del Banco Popolare e le azioni del Creberg contenuto nel Progetto di Fusione.

Verona, 25 febbraio 2014

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Lorenzo Pini Prato'.

Lorenzo Pini Prato
(Revisore Contabile)