

**15) RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO
REDATTA PER BPU DA GBL S.R.L.**

**RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO RELATIVO ALLA
FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE
S.P.A. IN BANCHE POPOLARI UNITE S.C.P.A.**

BPU >< Banca

INDICE

1	Premessa	1
1.1	Oggetto e ambito dell'incarico	1
1.2	Descrizione dell'operazione	1
1.3	Finalità della Relazione	2
1.4	Data di riferimento della Relazione.....	3
1.5	Documentazione ed informazioni utilizzate.....	3
2	Metodi di valutazione adottati	5
2.1	Premessa.....	5
2.2	Criteri di valutazione adottati	5
2.3	Elementi di analisi.....	6
3	Descrizione e applicazione dei metodi di valutazione	8
3.1	Metodi principali.....	8
3.1.1	Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (<i>Dividend Discount Model</i>).....	8
3.1.2	Metodo della crescita di Gordon	11
3.1.3	Metodo dei multipli di mercato di società comparabili	13
3.1.4	Metodo delle quotazioni di mercato	17
3.2	Metodo di controllo	21
3.2.1	Metodo della contribuzione	21
4	Principali difficoltà e limiti di valutazione	22
5	Conclusioni	23

1 Premessa

1.1 Oggetto e ambito dell'incarico

GBL S.r.l. (di seguito, "GBL" o l'"Advisor"), società interamente controllata da Gruppo Banca Leonardo S.p.A., ha ricevuto incarico (di seguito, l'"Incarico") dal Consiglio di Amministrazione di Banche Popolari Unite S.C.p.A. (rispettivamente, il "Consiglio" e "BPU") di fornire assistenza allo stesso Consiglio nella determinazione, a proprio autonomo giudizio, del rapporto di cambio congruo, dal punto di vista finanziario, tra le azioni ordinarie di BPU e le azioni ordinarie di Banca Lombarda e Piemontese S.p.A. ("BL" e, congiuntamente a BPU, le "Banche") relativo alla fusione per incorporazione in BPU di BL (di seguito, la "Fusione").

La presente relazione di stima (di seguito, la "Relazione") è stata predisposta ad uso esclusivo del Consiglio, a supporto delle decisioni di propria competenza e al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti utili alla determinazione del rapporto di cambio della Fusione da proporre all'Assemblea dei Soci di BPU. Pertanto, qualsiasi altro utilizzo, nonché la comunicazione o la diffusione, anche parziali, della Relazione dovranno essere preventivamente autorizzati per iscritto da GBL, ad eccezione dell'eventuale sua messa a disposizione agli esperti incaricati di esprimere una relazione ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, c.c..

Ferme le ulteriori limitazioni ed indicazioni precisate nel seguito, data la specifica finalità dell'Incarico, le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Banche, dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle stesse Banche singolarmente considerate. Tali valutazioni e questa Relazione, inoltre, dovranno essere intese con riferimento esclusivo alla specifica operazione di Fusione. Le considerazioni e le conclusioni esposte nella Relazione sono dunque basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni in essa contenute e nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dalla stessa nella sua interezza. Le valutazioni, inoltre, sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle Banche autonomamente considerate (ottica *stand alone*), senza tener conto cioè delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione.

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

1.2 Descrizione dell'operazione

In data 13 novembre 2006 i Consigli di Amministrazione di BPU e di BL hanno deliberato la sottoscrizione, nella medesima data e da parte dei Presidenti dei rispettivi Consigli di Amministrazione, di un accordo quadro (di seguito, l'"Accordo Quadro") finalizzato a delineare i punti essenziali di un progetto di aggregazione tra le Banche da realizzarsi tramite Fusione.

Le condizioni finanziarie relative alla Fusione, così come definite nell'Accordo Quadro, prevedono un rapporto di cambio pari a 0,83 azioni ordinarie di nuova emissione di BPU per ogni azione ordinaria di BL (di seguito, il "Rapporto di Cambio"). Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Nell'Accordo Quadro il suddetto Rapporto di Cambio è stato definito con riferimento alle situazioni contabili delle Banche al 30 settembre 2006 ed assumendo, tra l'altro, che:

- le azioni proprie eventualmente detenute dalle Banche non eccedano la quantità massima prevista dalle delibere autorizzative delle rispettive assemblee;
- non siano posti in essere dalle Banche atti incompatibili con l'attuazione della Fusione e comunque tali da alterare in modo significativo la struttura patrimoniale e finanziaria propria e del rispettivo gruppo di appartenenza.

Nell'Accordo Quadro le Banche hanno altresì concordato di svolgere un'attività di *due diligence* contabile, legale e amministrativa (di seguito, la "Due Diligence") al fine di verificare l'esigenza di apportare, qualora all'esito della Due Diligence dovesse emergere l'esistenza di scostamenti netti complessivi superiori al 5% del patrimonio netto consolidato di ciascuna Banca, eventuali aggiustamenti al Rapporto di Cambio. A tal proposito si rileva che, in base a quanto comunicato a GBL, i risultati della Due Diligence, svoltasi tra il 16 novembre 2006 e il 6 dicembre 2006, non hanno comportato la necessità di modificare le valutazioni relative delle Banche, ovvero il Rapporto di Cambio.

* * *

Ai sensi dell'art. 2437 c.c., inoltre, l'attuazione della Fusione darà diritto agli azionisti di BL che non abbiano espresso voto favorevole all'approvazione del relativo progetto di fusione in sede assembleare, di recedere per tutte o parte delle loro azioni. In tale ipotesi, BL sarà tenuta a corrispondere agli azionisti che avessero esercitato tale diritto di recesso un corrispettivo unitario in contanti determinato con riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dell'azione ordinaria di BL nei 6 mesi precedenti la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea Straordinaria di BL chiamata a deliberare la Fusione. Sotto questo profilo, l'Accordo Quadro prevede che l'efficacia della Fusione sia subordinata al mancato esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di BL per una percentuale del capitale sociale superiore al 10%. Tale condizione potrà, peraltro, essere rinunciata di comune accordo dalle Banche.

1.3 Finalità della Relazione

La presente Relazione ha lo scopo di fornire al Consiglio elementi e riferimenti utili per determinare, a suo esclusivo ed autonomo giudizio, la congruità del Rapporto di Cambio da proporre all'Assemblea Straordinaria dei Soci di BPU chiamata ad approvare la Fusione.

Le analisi e le valutazioni contenute nella Relazione hanno, di conseguenza, il solo scopo di individuare un intervallo di valori relativo al Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione. Per tale motivo, i valori ottenuti non potranno in alcun modo essere considerati quali stime del valore economico e/o di mercato storico, attuale o prospettico delle Banche singolarmente considerate.

La Relazione non deve, inoltre, essere interpretata dai Soci di BPU come una raccomandazione relativa all'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea Straordinaria della Banca chiamata a deliberare la Fusione.

1.4 Data di riferimento della Relazione

Le situazioni economiche e patrimoniali di riferimento delle Banche sulle quali è basata la presente Relazione sono quelle al 30 settembre 2006 (di seguito, la "Data di Riferimento"). Nessuna modifica delle situazioni finanziaria, economica, patrimoniale, di mercato e/o di altra natura delle Banche susseguente la Data di Riferimento è stata presa in considerazione nella redazione della Relazione, salvo che per gli eventuali fatti di rilievo segnalati dalle Banche a GBL e potenzialmente in grado di influire sul valore del Rapporto di Cambio.

1.5 Documentazione ed informazioni utilizzate

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

- gli statuti vigenti di BPU e di BL;
- i bilanci civilistici e consolidati di BPU e di BL relativi agli esercizi 2004 e 2005, approvati dagli organi competenti, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni dei Collegi Sindacali e delle relazioni di certificazione;
- le relazioni semestrali civilistiche e consolidate di BPU e di BL al 30 giugno 2006, approvate dagli organi competenti, complete delle relazioni sulla gestione e delle relazioni sulla revisione contabile limitata;
- le relazioni trimestrali civilistiche e consolidate di BPU e di BL al 30 settembre 2006, approvate dagli organi competenti e complete delle relazioni sulla gestione;
- i piani economico-patrimoniali consolidati di BPU e di BL relativi al periodo 2006-2008, predisposti dal *management* delle Banche e presentati alla comunità finanziaria rispettivamente in data 14 dicembre 2005 e 21 marzo 2006 (di seguito, i "Piani d'Impresa");
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal *management* delle Banche, anche per il tramite dei loro consulenti;
- le informazioni di pubblico dominio ritenute rilevanti ai fini delle analisi, quali quelle concernenti le proiezioni economico-patrimoniali e le quotazioni di Borsa di BPU, di BL e di un campione di aziende bancarie quotate ritenute comparabili (cfr. paragrafo 3.1.3).

Nella predisposizione della Relazione, inoltre, GBL ha assunto che:

- tutte le informazioni, i dati, le dichiarazioni e le relazioni, di natura finanziaria o di altra natura, forniti o analizzati o discussi con GBL dal *management* di BPU e di BL siano veri e completi, senza alcuna verifica, accertamento e/o analisi indipendente da parte di GBL;

- le proiezioni economico-patrimoniali siano state formulate secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni ad oggi disponibili del *management* o, a seconda del caso, degli analisti finanziari, in merito alle *performance* future di BPU e di BL;
- nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non sia stata fornita a GBL;
- la valutazione dell'attivo e del passivo fornita a GBL, che non ha condotto alcuna valutazione o perizia delle attività e passività di BPU e di BL, è congrua e ragionevole;
- la Fusione sarà realizzata in conformità alle condizioni ad oggi concordate, senza rinunce, modifiche o ritardi con riguardo ai termini e alle condizioni stipulate;
- tutte le autorizzazioni necessarie per il completamento dell'operazione siano ottenute senza alcun effetto negativo di rilievo su BPU, su BL e/o sulla Fusione.

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

2 Metodi di valutazione adottati

2.1 Premessa

Le valutazioni di fusione sollevano un complesso problema estimativo il cui obiettivo è la determinazione del rapporto di cambio, ovvero del rapporto tra il valore delle azioni delle società che promuovono l'operazione.

In tale ottica, secondo un principio consolidato nella prassi valutativa, viene privilegiato il principio di omogeneità relativa dei criteri di valutazione applicati. Ciò in quanto la finalità delle valutazioni di fusione non è tanto la determinazione dei valori economici assoluti delle società interessate all'operazione, quanto l'ottenimento di valori tra loro confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni di fusione assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate all'operazione.

Un secondo principio sovente richiamato nelle valutazioni di fusione fa riferimento all'adozione di un'ottica cosiddetta *stand alone*, fondata cioè sulle attuali configurazioni e sulle prospettive future delle società autonomamente considerate, senza tener conto cioè delle potenziali sinergie derivanti dalla fusione, suscettibili di creare valore aggiunto per i due gruppi di Azionisti.

2.2 Criteri di valutazione adottati

Presupposti fondamentali delle valutazioni di fusione, finalizzate all'individuazione di valori economici funzionali alla determinazione di un rapporto di cambio, sono l'omogeneità e la comparabilità dei criteri di stima adottati, correlativamente al profilo economico, patrimoniale ed operativo delle società coinvolte nell'operazione. Le metodologie prescelte, di conseguenza, non possono essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un unico processo di valutazione. Alla luce di ciò e tenuto conto (i) della finalità delle stime, (ii) dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa, nazionale ed internazionale, con particolare riferimento al settore bancario, (iii) delle caratteristiche proprie delle Banche e (iv) del loro *status* di società quotate, si sono adottati, quali metodologie principali di valutazione, i seguenti criteri assoluti e relativi:

- metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model* o *DDM*);
- metodo della crescita di Gordon;
- metodo dei multipli di mercato di società comparabili;
- metodo delle quotazioni di mercato.

Quale criterio di controllo dei risultati ottenuti dall'applicazione delle suddette metodologie di valutazione è stato, inoltre, utilizzato il cosiddetto

- metodo della contribuzione.

Nella selezione e nell'applicazione di tali criteri, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, anche con riguardo alle specificità di ciascuna Banca.

Nel paragrafo 3 che segue si fornisce una descrizione dettagliata dei metodi utilizzati per la verifica della congruità del Rapporto di Cambio.

2.3 Elementi di analisi

L'approvazione della Fusione da parte delle Assemblee Straordinarie di BPU e di BL darà luogo all'incorporazione di una società per azioni in una società cooperativa, con trasformazione della natura giuridica dell'incorporata e conseguente modificazione del suo statuto, in particolare per quanto concerne l'esercizio del diritto di voto. Mentre, infatti, in una società per azioni ogni azione attribuisce il diritto ad un voto, da cui ne deriva che il complesso dei diritti amministrativi e patrimoniali di ciascun azionista è correlato al numero di azioni dallo stesso detenuto, in una cooperativa ogni socio ha diritto ad un solo voto qualunque sia il numero delle azioni possedute. Ne consegue che il controllo di una banca popolare, stante la sua natura cooperativa che ne impone il voto capitaro associato a clausole di gradimento e ad un tetto massimo di possesso azionario dello 0,5% del capitale sociale¹, appare difficilmente contendibile.

Di conseguenza, per tener conto, ai fini della presente Relazione, del diverso valore attribuibile ad azioni caratterizzate da differenti livelli di appetibilità strategica legata alla contendibilità del controllo, ai valori del rapporto di cambio (numero di azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL) stimati tramite i criteri economico-analitici (*Dividend Discount Model*, metodo della crescita di *Gordon* e metodo della contribuzione) si è ritenuto opportuno applicare un fattore di rettifica (di seguito, il "Fattore di Rettifica") espressione della differenza esistente tra il valore delle azioni di una società a controllo non contendibile, ovvero a contendibilità limitata (società cooperativa) e il valore delle azioni di una società a controllo contendibile (società per azioni).² Non si è proceduto, invece, ad apportare modifiche ai valori del rapporto di cambio ottenuti con le metodologie di mercato (metodo dei multipli di società comparabili e metodo delle quotazioni di Borsa) in quanto, in considerazione dei procedimenti di analisi utilizzati (cfr. paragrafi 3.1.3 e 3.1.4), ritenuti già in grado di esprimere valori inclusivi del suddetto "aggiustamento".

In particolare, sulla base di un confronto tra i multipli sul patrimonio netto a fine 2006, dedotti dalle stime di *consensus* dell'Institutional Brokers Estimate System (di seguito, "IBES". Fonte: Bloomberg), impliciti nelle quotazioni recenti delle banche popolari e gli stessi multipli riferiti agli istituti caratterizzati dallo *status* di società per azioni, il Fattore di Rettifica riconducibile alla minor contendibilità delle banche a matrice cooperativistica, anche tenuto conto delle eventuali differenze in termini di redditività del capitale proprio (ROE_{2006}), è stato stimato in un *range* compreso tra 1,25 ed 1,35.³

¹ Tale limite non si applica agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, per i quali valgono i limiti previsti dalla disciplina propria di ciascuno di essi.

² L. Guatri, M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Febbraio 2005, Capitolo 23 (pag. 896 e seguenti).

³ In formula: Fattore di Rettifica = $1/(1+\Delta)$, ove Δ rappresenta il differenziale di valore, in termini percentuali, attribuibile alla diversa natura giuridica delle banche considerate nell'analisi, ovvero al loro differente grado di contendibilità del controllo. In particolare, la stima del Fattore di

* * *

Alla data del 30 settembre 2006, BL deteneva circa 145 milioni di azioni ordinarie di Banca Intesa S.p.A. corrispondenti ad una partecipazione pari al 2,41% del capitale votante. In considerazione del fatto che tale quota (i) rappresenta, in termini di valore, il 27% circa del patrimonio netto consolidato di BL al 30 settembre 2006, (ii) è dotata di un proprio autonomo valore e (iii) costituisce un'attività non direttamente pertinente al *core business*, essa è stata considerata, ai fini valutativi nell'applicazione del *Dividend Discount Model* e del metodo della crescita di Gordon, quale capitale accessorio (*surplus asset*).

Analogamente, anche i proventi/oneri straordinari inclusi nei Piani d'Impresa delle Banche utilizzati ai fini della presente Relazione sono stati considerati, in valore attuale alla Data di Riferimento, come *surplus asset*, in quanto rappresentativi di componenti reddituali non inerenti alla normale ed ordinaria gestione caratteristica.

Rettificata è stata effettuata confrontando distinti campioni di banche italiane quotate differenti tra loro per *status* giuridico.

3 Descrizione e applicazione dei metodi di valutazione

3.1 Metodi principali

3.1.1 Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model*)

3.1.1.1 Descrizione del metodo

Il metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model* o *DDM*) determina il valore economico di una banca come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale di previsione analitica, coerentemente al mantenimento di un adeguato livello di patrimonializzazione e (ii) del valore attuale del Valore Terminale (*Terminal Value* o *TV*), calcolato assumendo una crescita perpetua costante dei flussi di dividendo oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica. L'approccio adottato prescinde, quindi, dall'effettiva politica di distribuzione degli utili adottata dalla banca.

In formula, tale versione a "due stadi" del DDM può essere espressa tramite la seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^n} + SA \quad \text{con} \quad TV = \frac{Div_{Nn} \times (1+g)}{(k_e - g)}$$

dove:

W	=	valore economico della banca oggetto di valutazione
TV	=	<i>Terminal Value</i> , pari al valore stimato della banca nell'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica dei flussi di dividendo
Div _t	=	flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno <i>t</i> del periodo di previsione analitica
Div _{Nn}	=	flusso di dividendo "normalizzato" potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica (anno <i>n</i>)
SA	=	capitali accessori o <i>surplus asset</i>
n	=	numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili
k _e	=	tasso di attualizzazione, pari al costo del capitale (<i>cost of equity</i>)
g	=	tasso di crescita degli utili oltre il periodo di previsione analitica

Nel caso di specie, l'applicazione del DDM si è articolata nei seguenti passaggi:

- identificazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale di previsione analitica (2006-2009);
- stima dell'utile normalizzato al termine del periodo di previsione analitica e del relativo flusso di dividendo normalizzato "D_{Nn}" potenzialmente distribuibile;

- c. determinazione del tasso di attualizzazione “ k_e ” (*cost of equity*) e del tasso di crescita “ g ”;
- d. calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell’orizzonte di previsione analitica (2006–2009) e del *Terminal Value* (> 2009).

3.1.1.2 Identificazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell’orizzonte temporale di previsione analitica

Ai fini della valutazione in oggetto si è assunto, come orizzonte temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili, il periodo 2006–2009, oltre il quale il valore delle Banche è stato calcolato tramite il *Terminal Value*. Lo sviluppo dei dati di conto economico e di stato patrimoniale relativi al suddetto intervallo di previsione analitica è basato sui Piani d’Impresa predisposti dal *management* delle due Banche per il triennio 2006-2008 (cfr. paragrafo 1.5) e sulle stime di *consensus* IBES per la determinazione dei dati prospettici attinenti l’ultimo anno di previsione.

Il calcolo dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo di previsione analitica è stato effettuato assumendo, prudenzialmente e al fine di individuare un livello minimo di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportare lo sviluppo futuro delle banche, un *core tier 1 ratio* (rapporto tra patrimonio di base, al netto degli strumenti innovativi di capitale eventualmente emessi, e il complesso delle attività di rischio ponderate) e un *total capital ratio* (rapporto tra patrimonio di vigilanza, inclusivo delle eventuali passività subordinate di 3° livello, e il complesso delle attività di rischio ponderate) pari, rispettivamente, al 6,0% e al 8,0%.

3.1.1.3 Determinazione del tasso di attualizzazione (k_e)

Il tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo “ k_e ” corrisponde al rendimento richiesto dagli investitori per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (*cost of equity*). Coerentemente con la prassi valutativa, tale tasso è stato calcolato tramite applicazione del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sulla base della seguente formula:

$$k_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f)$$

dove:

- r_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. Nel caso in esame, tenuto conto dell’orizzonte temporale di riferimento, si è assunto, quale tasso privo di rischio, il rendimento effettivo lordo del BTP decennale con scadenza 1 agosto 2016, pari al 4,0% circa alla data dell’8 dicembre 2006 (fonte: Bloomberg)
- $r_m - r_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato, quantificato in linea con la prassi valutativa e in un’ottica prudenziale pari al 5,0%
- β = coefficiente d’interrelazione tra il rendimento effettivo di un’azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento; misura la volatilità

del titolo rispetto al portafoglio di mercato. Ai fini della valutazione in oggetto si è considerato un β di 1,02 sia per BPU che per BL (*Barra Predicted Beta*. Fonte: MSCI Barra)

Sulla base delle suddette ipotesi, il tasso di attualizzazione “ k_e ” risulta pari al 9,1% per entrambe le Banche.

3.1.1.4 Calcolo del Valore Terminale (*Terminal Value*)

Il *Terminal Value* è stato determinato applicando al dividendo normalizzato “ Div_{Nn} ” potenzialmente distribuibile dalle Banche al termine del periodo di previsione analitica, calcolato tenendo conto (i) della redditività del capitale proprio nel periodo 2006-2009 e (ii) della quota di utile non distribuibile in quanto destinata ad assicurare un’adeguata copertura patrimoniale della crescita del complesso delle attività di rischio ponderate, la formula della rendita perpetua crescente in base a un fattore di crescita “ g ” del 2,5%.

3.1.1.5 Analisi di sensitività e sintesi dei risultati

In Tabella 1 sono riportati i valori delle Banche, assoluti e per azione, ottenuti tramite l’utilizzo del *Dividend Discount Model* sulla base delle ipotesi sopra formulate.

Tabella 1. Sintesi dei risultati

	BPU	BL
Valore con DDM (€ milioni)	8.102	4.622
Surplus Asset (€ milioni)	385	786
Valore (€ milioni)	8.487	5.408
Valore per azione (€)	24,64	15,23

Al fine di valutare l’impatto sui valori di BPU e di BL di eventuali variazioni delle ipotesi considerate in termini di *cost of equity* (k_e) e di tasso di crescita “ g ”, sono state effettuate delle analisi di sensitività i cui risultati, in termini di valore per azione, sono riportati in Tabella 2 per BPU e in Tabella 3 per BL.

Tabella 2. Analisi di sensitività per BPU (€)

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,38%	2,44%	2,50%	2,56%	2,63%
Costo del capitale (k_e)	8,6%	25,90	26,14	26,39	26,64	26,90
	8,8%	25,03	25,25	25,48	25,72	25,95
	9,1%	24,22	24,42	24,64	24,85	25,08
	9,3%	23,45	23,65	23,85	24,05	24,26
	9,5%	22,74	22,92	23,11	23,30	23,49

Tabella 3. Analisi di sensitività per BL (€)

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,38%	2,44%	2,50%	2,56%	2,63%
Costo del capitale (k_e)	8,6%	16,00	16,14	16,29	16,44	16,60
	8,8%	15,47	15,61	15,74	15,88	16,03
	9,1%	14,98	15,11	15,23	15,36	15,50
	9,3%	14,52	14,64	14,76	14,88	15,00
	9,5%	14,09	14,20	14,31	14,43	14,54

Di conseguenza, sulla base (i) dei risultati ottenuti dall'analisi di sensitività in merito a possibili variazioni di " k_e " e di " g " in un intervallo compreso tra $\pm 5\%$ rispetto ai valori centrali in precedenza indicati e (ii) del Fattore di Rettifica descritto al paragrafo 2.3 che precede (1,25 - 1,35), si ottiene un valore del rapporto di cambio compreso tra 0,77 e 0,84 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL.

3.1.2 Metodo della crescita di Gordon

3.1.2.1 Descrizione del metodo

Il metodo della crescita di Gordon (*Gordon Growth Model*) stima il valore di una banca sulla base della relazione esistente tra (i) la redditività attesa (espressa dal ROE) sostenibile nel lungo periodo, (ii) il tasso nominale di crescita " g " degli utili nel lungo termine e (iii) il tasso di rendimento " k_e " richiesto dagli investitori per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (*cost of equity*).⁴ In formula:

⁴ Il metodo in parola deriva dal modello di valutazione di Gordon, che determina il prezzo di un titolo azionario nell'ipotesi di dividendi crescenti ad un tasso costante per un periodo di tempo infinito, e consente di calcolare il valore di un'azienda tramite la stima del multiplo sul patrimonio netto implicito nei suoi dati fondamentali (ROE, g e k_e).

$$W = BV \times \frac{(ROE - g)}{(k_e - g)} + SA$$

dove:

W	=	valore economico della banca oggetto di valutazione
BV	=	patrimonio netto
ROE	=	redditività del capitale proprio (sostenibile nel lungo termine)
SA	=	capitali accessori o <i>surplus asset</i>
g	=	tasso di crescita degli utili (sostenibile nel lungo termine)
k _e	=	costo del capitale (cfr. paragrafo 3.1.1.3)

Nel caso di specie, l'applicazione del *Gordon Growth Model* è avvenuta sulla base dei medesimi parametri di calcolo utilizzati per il *Dividend Discount Model* (cfr. paragrafo 3.1.1) e facendo riferimento, quale indicatore della redditività sostenibile del capitale proprio delle Banche, al ROE prospettico a fine 2009.

3.1.2.2 Analisi di sensitività e sintesi dei risultati

In Tabella 4 sono riportati i valori, assoluti e per azione, di BPU e di BL stimati tramite applicazione del metodo in parola.

Tabella 4. Sintesi dei risultati

	BPU	BL
Valore con <i>Gordon Growth Model</i> (€ milioni)	7.493	4.201
Surplus Asset (€ milioni)	385	786
Valore (€ milioni)	7.878	4.988
Valore per azione (€)	22,87	14,05

Al fine di quantificare l'impatto di eventuali variazioni delle ipotesi formulate in termini di *cost of equity* (k_e) e di tasso di crescita "g" in un intervallo compreso tra ±5%, sono state effettuate delle analisi di sensitività i cui risultati, in termini di valore per azione, sono riportati in Tabella 5 e in Tabella 6.

Tabella 5. Analisi di sensitività per BPU

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,38%	2,44%	2,50%	2,56%	2,63%
Costo del capitale (k_e)	8,6%	24,22	24,32	24,41	24,51	24,61
	8,8%	23,45	23,53	23,61	23,70	23,79
	9,1%	22,72	22,79	22,87	22,94	23,02
	9,3%	22,04	22,11	22,17	22,24	22,31
	9,5%	21,41	21,47	21,52	21,58	21,64

Tabella 6. Analisi di sensitività per BL

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,38%	2,44%	2,50%	2,56%	2,63%
Costo del capitale (k_e)	8,6%	14,79	14,86	14,93	15,00	15,07
	8,8%	14,35	14,41	14,47	14,54	14,60
	9,1%	13,94	13,99	14,05	14,11	14,17
	9,3%	13,55	13,60	13,65	13,71	13,76
	9,5%	13,19	13,24	13,29	13,33	13,38

Sulla base delle analisi effettuate e tenuto conto del Fattore di Rettifica in precedenza indicato (1,25 - 1,35; cfr. paragrafo 2.3), il metodo della crescita di Gordon porta ad un rapporto di cambio compreso tra 0,76 e 0,84 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL.

3.1.3 Metodo dei multipli di mercato di società comparabili

3.1.3.1 Descrizione del metodo

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti (i multipli, appunto) in grado di legare il prezzo di mercato con alcune rilevanti variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati vengono poi applicati alle medesime grandezze dell'azienda oggetto di valutazione, in modo tale da pervenire, per moltiplicazione, alla determinazione del valore della stessa.

Sul piano applicativo, l'approccio del metodo dei multipli di mercato si è articolato nelle seguenti fasi:

- a. scelta di un campione di società comparabili con quelle oggetto di valutazione. Nel caso di specie, tenuto conto dell'approccio condiviso dalla prassi nonché delle

specificità proprie della Fusione, si è ritenuto che le variabili più significative ai fini di tale selezione fossero (i) la classe dimensionale e (ii) la forma giuridica delle imprese. Ciò in quanto il mercato delle aziende di credito se da un lato presenta alcune uniformità di comportamento (quali, ad esempio, la diversificazione produttiva, l'approccio distributivo, l'efficienza operativa e commerciale, ecc.) in relazione alla scala dimensionale, dall'altro si caratterizza anche per disomogeneità correlate allo *status* giuridico dei diversi operatori, in termini sia di portafoglio di attività e di presidio territoriale che di appetibilità strategica associabile alla contendibilità del controllo (cfr. paragrafo 2.3). Ai fini dell'analisi in oggetto, di conseguenza, si è fatto uso di due distinti campioni di banche quotate di medie dimensioni, di cui uno composto da 3 banche popolari utilizzato per la stima del valore di BPU e l'altro, formato da 4 istituti costituiti in forma di società per azioni, impiegato per la valutazione di BL;

- b. scelta dei moltiplicatori che, in relazione al settore oggetto d'analisi, sono ritenuti maggiormente significativi. Coerentemente con la pratica relativa alla valutazione di aziende operanti in settori a redditività consolidata quale quello creditizio, sono stati utilizzati i seguenti rapporti:
 - Prezzo/Utile netto (di seguito, "PE")
 - Prezzo/Patrimonio netto (di seguito, "PBV");
- c. stima delle variabili economiche di riferimento delle banche costituenti i due campioni. In particolare, sono stati considerati i dati di utile netto e di patrimonio netto al 30 settembre 2006, nonché i dati previsionali di utile netto e di dividendo per azione relativi agli anni 2006-2008 sulla base delle stime IBES (fonte: Bloomberg);
- d. determinazione dell'intervallo temporale cui riferire le quotazioni di mercato delle banche dei campioni. Nella fattispecie, si è utilizzata la media ponderata per i volumi delle quotazioni calcolate su base trimestrale a far data dall'8 dicembre 2006 (11 settembre 2006 - 8 dicembre 2006);
- e. calcolo, per ciascuna banca dei due campioni, dei moltiplicatori selezionati. Nel caso di specie, i multipli PE e PBV sono stati stimati sulla base dell'utile netto e del patrimonio netto relativi agli anni 2006, 2007 e 2008;⁵
- f. calcolo, per ciascun anno del periodo considerato, del valor medio dei moltiplicatori delle banche presenti nei due campioni;
- g. stima del valore economico di ciascuna Banca per moltiplicazione tra il valore medio dei multipli PE e PBV di ciascun campione e le analoghe grandezze economiche di BPU e di BL.

⁵ È prassi consolidata, ai fini valutativi, l'utilizzo dei multipli *leading*, calcolati con riferimento alle grandezze attese, rispetto ai multipli *current*, calcolati cioè sui dati storici. Il prezzo di mercato di un'azione, infatti, non risulta funzione dei risultati passati, ma di quelli prospettici, cosicché esso assume significato solo in quanto il denominatore utilizzato per il calcolo del multiplo rappresenti anch'esso un valore prospettico.

3.1.3.2 Multipli di mercato di società comparabili

Nelle tabelle che seguono sono riportati i moltiplicatori PE (Tabella 7) e PBV (Tabella 8) del campione selezionato di banche ritenute comparabili a BPU.

Tabella 7. Multiplo PE del campione di società comparabili a BPU

Banca quotata	PE		
	2006E	2007E	2008E
BP Milano	14,8x	13,0x	11,4x
BP Verona e Novara	11,6x	11,0x	10,1x
Credito Valtellinese	16,8x	13,2x	10,8x
Valore medio PE	14,4x	12,4x	10,8x

Tabella 8. Multiplo PBV del campione di società comparabili a BPU

Banca quotata	PBV		
	2006E	2007E	2008E
BP Milano	1,48x	1,38x	1,29x
BP Verona e Novara	1,78x	1,63x	1,50x
Credito Valtellinese	1,32x	1,25x	1,18x
Valore medio PBV	1,53x	1,42x	1,32x

Di seguito sono invece riportati i multipli PE (Tabella 9) e PBV (Tabella 10) del campione di banche utilizzato per la stima del valore di BL.

Tabella 9. Multiplo PE del campione di società comparabili a BL

Banca quotata	PE		
	2006E	2007E	2008E
Banca Carige	30,0x	26,0x	26,0x
Banca CR Firenze	18,1x	15,8x	14,1x
Banca MPS	15,6x	13,9x	11,8x
Credito Emiliano	15,0x	13,2x	11,8x
Valore medio PE	19,7x	17,2x	15,9x

Tabella 10. Multiplo PBV del campione di società comparabili a BL

Banca quotata	PBV		
	2006E	2007E	2008E
Banca Carige	1,97x	1,91x	1,85x
Banca CR Firenze	2,24x	2,10x	1,92x
Banca MPS	1,85x	1,73x	1,61x
Credito Emiliano	2,31x	2,12x	1,94x
Valore medio PBV	2,09x	1,96x	1,83x

In Tabella 11 è mostrato, a scopo esclusivamente informativo, il “rapporto di turnover” delle banche presenti nei due campioni utilizzati, calcolato con riferimento agli scambi delle azioni ordinarie relativi al periodo gennaio – ottobre 2006 (fonte: Borsa Italiana).⁶

Tabella 11. Rapporto di turnover dei campioni di società comparabili

	Mercato	Segmento	Paniere	Rapporto di turnover
BP Milano	MTA	Blue Chip	S&P/MIB	202,1%
BP Verona e Novara	MTA	Blue Chip	S&P/MIB	179,9%
Credito Valtellinese	MTA	Standard 1	-	49,1%
Banca Carige	MTA	Blue Chip	MIDEX	22,3%
Banca CR Firenze	MTA	Blue Chip	MIDEX	33,2%
Banca MPS	MTA	Blue Chip	S&P/MIB	90,4%
Credito Emiliano	MTA	Blue Chip	MIDEX	47,0%

3.1.3.3 Sintesi dei risultati

L'applicazione del criterio in parola conduce ai valori, complessivi e per azione, di BPU e di BL indicati in Tabella 12 (con riferimento al multiplo PE) e in Tabella 13 (con riferimento al multiplo PBV).

⁶ Il “rapporto di turnover” misura la liquidità (*turnover*) di un titolo su base annua ed è pari al rapporto tra il controvalore complessivo degli scambi di una società e la sua capitalizzazione media di mercato.

Tabella 12. Sintesi dei risultati (multiplo PE)

	BPU			BL		
	2006E	2007E	2008E	2006E	2007E	2008E
Valore con PE (€ milioni)	5.881	6.619	6.732	5.479	5.637	6.221
Surplus Asset (€ milioni)	385	385	385	-	-	-
Valore (€ milioni)	6.266	7.003	7.117	5.479	5.637	6.221
Valore per azione (€)	18,19	20,33	20,66	15,43	15,88	17,52

Tabella 13. Sintesi dei risultati (multiplo PBV)

	BPU			BL		
	2006E	2007E	2008E	2006E	2007E	2008E
Valore con PBV (€ milioni)	7.423	7.316	7.239	5.997	5.951	5.936
Surplus Asset (€ milioni)	385	385	385	-	-	-
Valore (€ milioni)	7.808	7.701	7.624	5.997	5.951	5.936
Valore per azione (€)	22,67	22,36	22,13	16,89	16,76	16,72

Sulla base delle analisi effettuate, l'applicazione del metodo dei multipli di mercato di società comparabili conduce ad un rapporto di cambio compreso tra 0,75 e 0,85 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL.

3.1.4 Metodo delle quotazioni di mercato

Tale metodo consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico presso il quale le sue azioni sono trattate. Qualora, infatti, le quotazioni si riferiscono a titoli caratterizzati da un livello significativo di flottante e volumi scambiati, rappresentano indici di apprezzamento attendibili relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, utili ai fini della determinazione del valore di una società. Di conseguenza, il metodo delle quotazioni di Borsa ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nell'identificazione del valore economico dell'azienda nei valori espressi dalle quotazioni di mercato, rilevati in recenti ed appropriati periodi temporali. Per quanto concerne BPU e BL, in particolare, si ritiene che la capitalizzazione di Borsa sia rappresentativa del loro valore economico, in quanto:

- BPU e BL si collocano tra le prime trenta società a maggior capitalizzazione quotate nella Borsa Italiana ed in particolare rappresentano, rispettivamente, la ventiduesima e la venticinquesima società e l'ottava e la nona banca in termini di valore di mercato;⁷

⁷ Dati di Borsa all'8 dicembre 2006. Fonte: Bloomberg.

- i titoli di entrambe le Banche sono scambiati sul segmento Blue Chip del mercato MTA di Borsa Italiana (paniere S&P/MIB per BPU e paniere MIDEX per BL), dedicato alle società che hanno una struttura economico/finanziaria particolarmente solida e una capitalizzazione superiore ad € 1 miliardo;
- i volumi scambiati quotidianamente mostrano un'adeguata liquidità dei titoli (rapporto di turnover, calcolato con riferimento al periodo gennaio - ottobre 2006, pari al 131,4% per BPU e al 44,8% per BL. Fonte: Borsa Italiana).

Nell'ambito di applicazione di tale criterio, l'esigenza di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari induce, per prassi, ad analizzare le quotazioni in intervalli temporali di diversa ampiezza. Nel caso di specie, con lo scopo di calcolare i rapporti tra le quotazioni di mercato dei titoli di BPU e di BL nel periodo antecedente l'annuncio della Fusione sono stati considerati, quali valori di riferimento ai fini della stima, le quotazioni medie, semplici (Tabella 14) e ponderate per i volumi (Tabella 15), riferite a differenti orizzonti temporali a far data dal 10 novembre 2006: puntuale al 10 novembre 2006, media a 1 settimana, media a 2 settimane, media a 3 settimane, media a 1 mese, media a 2 mesi, media a 3 mesi e media a 6 mesi (fonte: Bloomberg). Non sono stati invece utilizzati i prezzi successivi al 10 novembre 2006, ultimo giorno di Borsa antecedente l'emissione di un comunicato stampa congiunto da parte delle Banche in cui si dava notizia dell'avvenuta sottoscrizione dell'Accordo Quadro (cfr. paragrafo 1.2), in quanto ritenuti non più rappresentativi di valori *stand alone*.

In Tabella 16 e in Tabella 17 sono riportati, con riferimento ai 6 mesi antecedenti l'annuncio al mercato della sottoscrizione dell'Accordo Quadro avvenuta in data 13 novembre 2006, gli andamenti di Borsa delle azioni ordinarie di BPU e di BL (base 11 maggio 2006 = 100) e del relativo rapporto di cambio.

Tabella 14. Quotazioni di Borsa (media semplice)

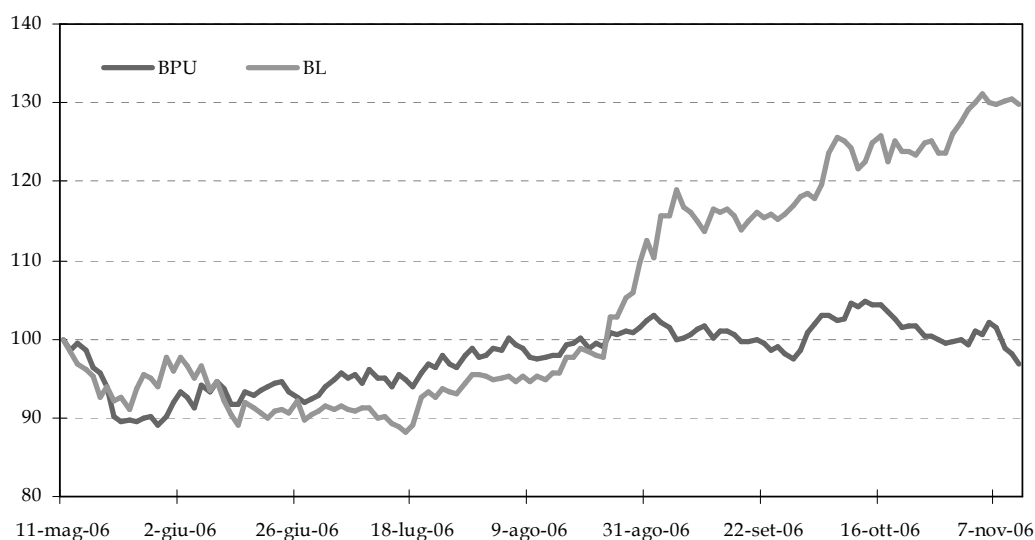
Valore per azione ordinaria (€)	BPU	BL	Rapporto di cambio
Media semplice 6 mesi	21,04	14,42	0,69
Media semplice 3 mesi	21,68	16,03	0,74
Media semplice 2 mesi	21,73	16,76	0,77
Media semplice 1 mese	21,78	17,33	0,80
Media semplice 3 settimane	21,54	17,52	0,81
Media semplice 2 settimane	21,50	17,76	0,83
Media semplice 1 settimana	21,43	17,85	0,83
Puntuale al 10 novembre 2006	20,85	17,82	0,85

Tabella 15. Quotazioni di Borsa (media ponderata per i volumi)

Valore per azione ordinaria (€)	BPU	BL	Rapporto di cambio
Media ponderata 6 mesi	20,97	15,75	0,75
Media ponderata 3 mesi	21,70	16,49	0,76
Media ponderata 2 mesi	21,71	16,92	0,78
Media ponderata 1 mese	21,70	17,37	0,80
Media ponderata 3 settimane	21,43	17,56	0,82
Media ponderata 2 settimane	21,36	17,73	0,83
Media ponderata 1 settimana	21,24	17,85	0,84
Puntuale al 10 novembre 2006	20,85	17,82	0,85

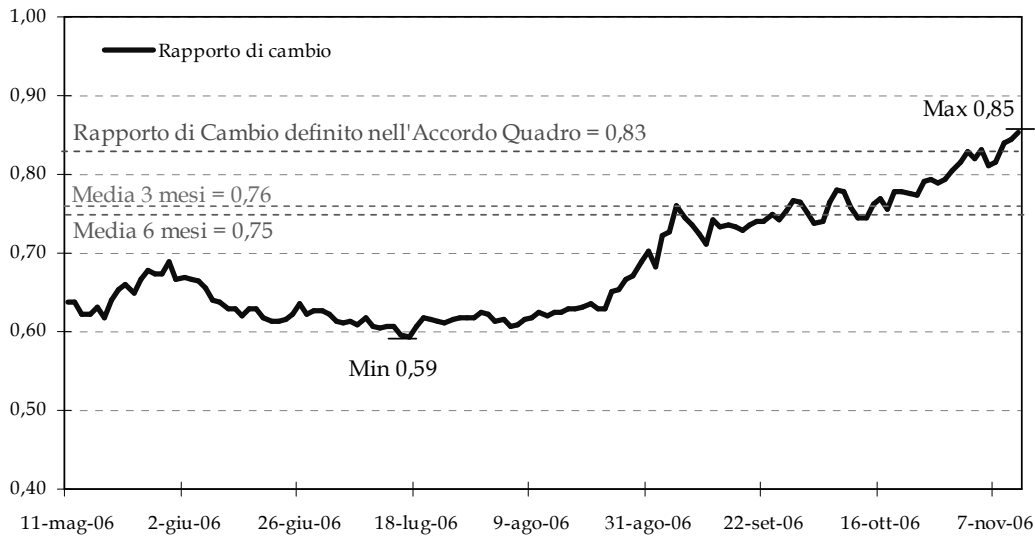
Le analisi valutative descritte nei paragrafi che precedono individuano *range* dei rapporti di cambio in linea con i valori più recenti espressi dagli andamenti Borsa delle azioni di BPU e di BL. Ciò in quanto il differenziale di valore tra le Banche riconducibile al diverso grado di appetibilità strategica connessa alla contendibilità del controllo (cfr. paragrafo 2.3) risulta essersi più compiutamente riflesso nei *trend* dei due titoli solo nel corso degli ultimi mesi, a seguito del diffondersi sul mercato di *rumours* relativi a possibili operazioni straordinarie aventi ad oggetto BL, tra cui l'integrazione con la stessa "popolare" BPU.⁸

Tabella 16. Andamento delle azioni ordinarie (11 maggio 2006 - 10 novembre 2006)



⁸ Le prime indiscrezioni circa un possibile interesse da parte di altri istituti a considerare operazioni di aggregazione con BL risalgono al 2 settembre 2006. In data 18 ottobre 2006 un *report* de "Il Sole 24 Ore" indicava l'esistenza di contatti esplorativi tra BPU e BL finalizzati a valutare un'eventuale fusione, come confermato dalle stesse Banche tramite comunicati stampa emessi nella medesima data.

Tabella 17. Andamento del rapporto di cambio (11 maggio 2006 - 10 novembre 2006)



Sulla base delle più recenti quotazioni di Borsa (*max* 3 mesi) si ottiene, di conseguenza, un valore del rapporto di cambio compreso tra 0,74 e 0,85 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL.

* * *

A fini puramente segnaletici, inoltre, si evidenzia che in data 8 dicembre 2006 il prezzo di Borsa delle azioni ordinarie di BPU e di BL risultava pari, rispettivamente, a € 20,46 e a € 16,70 per un rapporto di cambio implicito di 0,82 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL. Nel periodo compreso tra il 14 novembre 2006, primo giorno di Borsa successivo alla stipula dell'Accordo Quadro, e l'8 dicembre 2006 le quotazioni medie ponderate per i volumi delle stesse azioni sono risultate di € 20,34 per BPU e di € 16,74 per BL, con un rapporto di cambio di 0,82.⁹

⁹ Nello stesso periodo la media semplice dei prezzi delle azioni ordinarie è risultata pari a € 20,38 per BPU e a € 16,71 per BL, per un rapporto di cambio di 0,82.

3.2 Metodo di controllo

3.2.1 Metodo della contribuzione

3.2.1.1 Descrizione del metodo

Il metodo della contribuzione individua il peso relativo delle aziende che si integrano rispetto al complesso risultante dalla fusione. Esso, dunque, non indica valori assoluti, ma rapporti espressivi del contributo apportato da ciascuna azienda alla combinazione unitaria risultante dall'aggregazione. Il criterio in oggetto, in particolare, si fonda sul confronto tra grandezze ritenute significative con riguardo alle aziende bancarie che procedono all'integrazione ed essenzialmente riferibili a profili strategicamente rilevanti, sia in termini dimensionali che di produzione di flussi reddituali.

In termini applicativi, per ciascuna delle grandezze selezionate, si è identificato il contributo percentuale di BPU e di BL all'aggregato risultante dalla Fusione e, sulla base del numero di azioni di ciascuna Banca alla Data di Riferimento e del Fattore di Rettifica di cui al paragrafo 2.3 (1,25 - 1,35), il relativo rapporto di cambio.

3.2.1.2 Sintesi dei risultati

Le grandezze prescelte, riferite a dati desunti dalle relazioni trimestrali consolidate al 30 settembre 2006 delle Banche opportunamente rettificati per tener conto delle eventuali componenti straordinarie di reddito, e il contributo apportato da ciascuna Banca all'aggregato risultante dalla Fusione sono indicati in Tabella 18.

Tabella 18. Sintesi dei risultati (dati al 30 settembre 2006)

	BPU	BL	Aggregato (€ milioni)
Ricavi totali	63%	37%	3.123
Risultato di gestione	61%	39%	1.354
Utile ante imposte	61%	39%	1.159
Utile netto normalizzato	62%	38%	606
Crediti verso clientela	62%	38%	79.753
Raccolta totale	59%	41%	181.290
<i>Raccolta diretta</i>	63%	37%	81.562
Patrimonio netto	63%	37%	7.716
Filiali in Italia (numero)	60%	40%	1.973

L'applicazione del metodo della contribuzione conduce ad un *range* di valori del rapporto di cambio compreso tra 0,70 e 0,91 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL.

4 Principali difficoltà e limiti di valutazione

L'art. 2501-*quinquies* c.c. impone agli amministratori delle società interessate alla fusione di segnalare le “eventuali difficoltà di valutazione” incontrate nel corso del processo valutativo finalizzato alla stima del rapporto di cambio.

Nel caso di specie, si sintetizzano di seguito le principali difficoltà incontrate nel processo di stima e i limiti delle valutazioni effettuate:

- utilizzo di dati previsionali: le analisi sono state effettuate utilizzando dati prospettici, che per loro natura presentano profili di incertezza e di potenziale disomogeneità in termini relativi;
- esistenza di stock option: l'esistenza di *stock option* ha imposto la necessità di verificare la convenienza all'esercizio dei diritti connessi, nonché di stimare i relativi impatti a livello patrimoniale ed economico;
- stima del Fattore di Rettifica: ai valori del rapporto di cambio determinati tramite applicazione dei criteri economico-analitici (*Dividend Discount Model*, metodo della crescita di *Gordon* e metodo della contribuzione) è stato applicato, ai fini dell'analisi di congruità del Rapporto di Cambio, un fattore di rettifica riconducibile alla diversa natura giuridica delle Banche partecipanti alla Fusione (cfr. paragrafo 2.3). Tale “aggiustamento” è stato calcolato sulla base di stime e di analisi empiriche che, per loro natura, presentano profili di incertezza e di variabilità;
- criteri di valutazione: le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati.

5 Conclusioni

Tenuto conto delle ipotesi considerate, dei metodi di valutazione adottati, delle analisi e delle stime effettuate, nonché del complesso delle considerazioni in precedenza esposte, si è pervenuti ai rapporti di cambio indicati in Tabella 19.

Tabella 19. Sintesi dei risultati

Metodo di valutazione	Rapporto di cambio	
	Min	Max
Metodo del <i>Dividend Discount Model</i>	0,77	0,84
Metodo della crescita di Gordon	0,76	0,84
Metodo dei multipli di mercato	0,75	0,85
Metodo delle quotazioni di mercato	0,74	0,85
Metodi principali	0,74	0,85
Metodo di controllo (analisi di contribuzione)	0,70	0,91

In considerazione:

- dei risultati espressi dai metodi assoluti o economico-analitici (*Dividend Discount Model* e metodo della crescita di Gordon), in grado di apprezzare il profilo strutturale e patrimoniale di un'azienda correlativamente alla sua capacità di generare reddito, che individuano un *range* di valori compreso tra 0,76 e 0,84;
- dei valori ottenuti utilizzando i criteri di mercato (metodo dei multipli di società comparabili e metodo delle quotazioni), che risultano compresi tra 0,74 e 0,85;
- delle indicazioni di conferma fornite dal metodo utilizzato a fini di controllo (analisi di contribuzione) in merito all'intervallo espresso dai suddetti criteri principali;
- della ridotta variabilità dei risultati individuati;¹⁰

si ritiene di poter individuare nel *range* compreso tra 0,74 e 0,85 azioni ordinarie di BPU per ogni azione ordinaria di BL il valore congruo del rapporto di cambio ai fini della Fusione.

Milano, 12 dicembre 2006

GBL S.r.l.

¹⁰ Pari al 15% circa in termini di differenza percentuale tra il valore massimo e il valore minimo dell'intervallo.

