

RELAZIONE SULLA CONGRUITÀ  
DEL RAPPORTO DI CAMBIO  
REDATTA PER BANCA INTESA S.P.A., AI SENSI  
DELL'ART. 2501-*SEXIES* CODICE CIVILE, DA KPMG S.P.A.

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]



## Banca Intesa S.p.A.

# Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile \*

*I titoli di Banca Intesa citati nel presente documento verranno emessi in relazione alla fusione descritta e non sono stati, né si prevede saranno in futuro, registrati ai sensi della legge statunitense Securities Act of 1933 ("il Securities Act"), pertanto non possono essere offerti o venduti, direttamente o indirettamente, negli Stati Uniti eccetto in regime di deroga. È intenzione dell'emittente distribuire negli Stati Uniti i titoli di Banca Intesa in relazione alla fusione in regime di esenzione dall'obbligo di registrazione previsto dal Securities Act. La fusione in oggetto riguarda i titoli di una società straniera. L'offerta è subordinata agli obblighi di informativa imposti alle società di paesi stranieri, diversi da quelli vigenti negli Stati Uniti. I rendiconti finanziari eventualmente acclusi al documento sono stati predisposti in conformità con i principi contabili di tali paesi e pertanto potrebbero non essere comparabili con i rendiconti finanziari redatti dalle società statunitensi. Gli investitori statunitensi potrebbero incontrare difficoltà nel far valere all'estero i propri diritti e le forme di tutela previste dalle leggi statunitensi disciplinanti i mercati finanziari dato che Banca Intesa e Sanpaolo IMI hanno sede in Italia e alcuni o tutti i rispettivi funzionari ed amministratori potrebbero essere residenti in Italia o altri paesi stranieri. Gli investitori statunitensi potrebbero non essere in grado di perseguire legalmente le società straniere o i rispettivi funzionari o amministratori in tribunali di giurisdizioni estere in caso di violazione delle Securities laws statunitensi. Potrebbe inoltre risultare difficile costringere una società straniera e le relative consociate ad ottemperare alla sentenza emessa da un tribunale statunitense. Si fa presente che Banca Intesa potrebbe acquistare titoli di Sanpaolo IMI in operazioni non connesse alla fusione aziendale in oggetto, ad esempio sul mercato aperto o in trattative private.*

### **PREVISIONI E STIME**

*La presente comunicazione contiene stime e calcoli previsionali circa Sanpaolo IMI S.p.A. e Banca Intesa S.p.A. e le loro attività combinate a fusione conclusa. Queste informazioni di natura indicativa non rappresentano dati di fatto e comprendono le proiezioni e le stime finanziarie e i relativi assunti di base, le dichiarazioni concernenti piani, obiettivi e attese in relazione ad operazioni, prodotti e servizi futuri e le previsioni relative all'andamento economico-patrimoniale degli esercizi a venire. Previsioni e dati stimati sono in genere identificati da espressioni come "si prevede," "si ritiene", "è possibile," "è previsto che", ecc. Sebbene il management di Sanpaolo IMI S.p.A. e Banca Intesa S.p.A. consideri ragionevoli le attese rispecchiate da tali previsioni e stime, si avvisano gli investitori e i detentori di azioni di Sanpaolo IMI S.p.A. e di Banca Intesa S.p.A. che tali dati sono soggetti a rischi spesso difficili da prevedere ed in genere al di fuori del controllo di Sanpaolo IMI S.p.A. e Banca Intesa S.p.A., i quali potrebbero determinare risultati e sviluppi sostanzialmente differenti da quelli esplicitamente o implicitamente descritti o calcolati nelle previsioni e stime in questione. Tali rischi e incertezze comprendono gli aspetti discussi o identificati nei documenti pubblici inviati da Sanpaolo IMI S.p.A. e Banca Intesa S.p.A. alla CONSOB e quelli riportati nella sezione "Risk Factors" ("Fattori di Rischio") della relazione annuale sul Modulo 20-F (Form 20-F) per l'esercizio al 31 dicembre 2005 depositata da Sanpaolo IMI S.p.A. presso la SEC il 29 giugno 2006. Eccettuati i casi previsti dalle leggi applicabili, né Sanpaolo IMI S.p.A. né Banca Intesa S.p.A. si assumono alcun obbligo circa l'aggiornamento di tali stime e previsioni.*

*\* With respect to the CONSOB Communication N. 73063 of October 5, 2000, this report, whose translation is attached, does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of the security, or the adequacy of consideration to shareholders and therefore the issuance of this report would not impair the independence of KPMG S.p.A. under the U.S. independence requirement.*

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

## Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di  
Banca Intesa S.p.A.

### 1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Milano, in data 14 settembre 2006, su istanza di Banca Intesa S.p.A. (nel seguito "Banca Intesa"), l'incarico di redigere, ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Banca Intesa e quelle di Sanpaolo IMI S.p.A. (nel seguito "SPIMI"). A tal fine, abbiamo ricevuto da Banca Intesa il progetto di fusione corredato da apposita relazione degli Amministratori (nel seguito "la Relazione") che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni, nonché la situazione patrimoniale al 30 giugno 2006 redatta ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli Azionisti di Banca Intesa in prima convocazione il giorno 30 novembre 2006 e, occorrendo, in seconda convocazione il giorno 1 dicembre 2006.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria gli Azionisti di SPIMI in prima convocazione il giorno 30 novembre 2006 e, occorrendo, in seconda convocazione il giorno 1 dicembre 2006.

L'incarico di redigere per SPIMI corrispondente relazione sulla congruità del rapporto di cambio è stato conferito dal Presidente del Tribunale di Torino, in data 29 settembre 2006, alla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. (nel seguito "PWC").

### 2 Sintesi dell'operazione

L'operazione oggetto della presente relazione può essere sintetizzata anche alla luce delle comunicazioni al mercato effettuate dai due Gruppi Bancari e delle attività intercorse fra i Consigli di Amministrazione del 26 agosto 2006 e del 12 ottobre 2006.

#### **Consiglio di Amministrazione del 26 agosto 2006: annuncio del Progetto**

I Consigli di Amministrazione di Banca Intesa e di SPIMI, tenutisi in data 26 agosto 2006, hanno approvato i contenuti di un Accordo Quadro e le linee guida del progetto di aggregazione tra i due Gruppi Bancari (nel seguito il "Progetto") che porterà alla costituzione di una nuova Realtà Bancaria che:

- si collocherà tra i primissimi gruppi bancari dell'area Euro con una capitalizzazione di oltre €65 miliardi;
- sarà leader in Italia con oltre 13 milioni di clienti, una quota di mercato mediamente nell'ordine del 20% in tutti i settori di attività ed una rete di sportelli composta, prima delle cessioni di cui nel seguito, da oltre 6.000 filiali in Italia, capillare e ben distribuita su tutto il territorio;
- avrà una redditività target al 2009 post-sinergie di €7 miliardi, con una crescita media annua dell'utile netto del 13% circa.

A livello di *corporate governance* il Progetto prevede che:

- la nuova Realtà Bancaria adotterà un sistema di *corporate governance* di tipo "dualistico", con un Consiglio di Sorveglianza ed un Consiglio di Gestione;
- verrà utilizzato un modello organizzativo che rafforzerà il concetto di Banca dei Territori e che comporterà l'integrazione delle reti di Banca Intesa e SPIMI, con unificazione del marchio dove non siano presenti marchi locali.

Il Progetto indica un rapporto di cambio pari a n. 3,115 nuove azioni ordinarie di Banca Intesa per ogni azione ordinaria e privilegiata di SPIMI. Tale rapporto, approvato preliminarmente il 26 agosto 2006 dal Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa, è stato tuttavia condizionato alle risultanze dell'attività di Due Diligence contabile-amministrativa e legale che, secondo quanto previsto dall'Accordo Quadro, avrebbero dovuto essere finalizzate entro il 30 settembre 2006.

Per completezza di informazione, si segnala che il rapporto tra la quotazione dei titoli ordinari di Banca Intesa e SPIMI calcolato sulla base della media aritmetica delle trenta sedute borsistiche ante il 23 agosto 2006 (data che coincide con la diffusione dei primi rumors riguardanti l'operazione societaria in esame) risulta pari a 3,115.

***Periodo antecedente il Consiglio di Amministrazione del 12 ottobre 2006: accordo con Crédit Agricole S.A. e attività di Due Diligence***

Nel contesto del citato progetto di aggregazione, per tutelare gli interessi strategici di Crédit Agricole S.A. (nel seguito "Crédit Agricole", azionista di maggioranza relativa di Banca Intesa) in Italia, nel rispetto degli interessi di tutti gli Azionisti, in data 11 ottobre 2006 Banca Intesa e Crédit Agricole hanno siglato un accordo (nel seguito "Accordo") che interessa diversi settori di attività. In particolare:

- Sportelli: l'Accordo prevede la cessione, subordinata alle autorizzazioni da parte delle Autorità competenti nonché alla stipula dell'atto di fusione tra Banca Intesa e SPIMI, per un corrispettivo complessivo pari a €6 miliardi circa, con pagamento in contanti, di:
  - partecipazione (pari al 100% del capitale sociale) detenuta nella Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A. (nel seguito "Cariparma"), per €3,80 miliardi;
  - partecipazione (pari al 76,05% del capitale sociale) detenuta nella Banca Popolare FriulAdria S.p.A. (nel seguito "FriulAdria"), per €0,84 miliardi;
  - n. 193 sportelli di Banca Intesa, per €1,33 miliardi.

Al riguardo, come precisato nella Relazione, la congruità del prezzo pattuito, che determinerà una plusvalenza di circa €4 miliardi per Banca Intesa, è stata oggetto di analisi da parte del Prof. Paolo Iovenitti, su incarico degli Amministratori di Banca Intesa.

- Asset management: volontà di verificare la fattibilità di un progetto di creazione di un player di primario livello mondiale con l'unificazione delle attività di gestione del Gruppo Crédit Agricole e del nuovo Gruppo. In caso di infattibilità di tale progetto, l'Accordo prevede che venga concessa a Crédit Agricole una put option (e contemporaneamente una call option per Banca Intesa) per la cessione (acquisizione) del 65% di CAAM SGR S.p.A. (limitatamente agli assets già di pertinenza di Nextra SGR S.p.A.) ad un prezzo pari a quanto corrisposto da Crédit Agricole a Banca Intesa nel 2005 per l'acquisto di Nextra SGR S.p.A., diminuito dei dividendi incassati ed aumentato per il costo figurativo del capitale maturato nel periodo.

Come per la cessione degli sportelli, i termini economici della suddetta transazione sono stati oggetto di analisi da parte del Prof. Paolo Iovenitti, su incarico degli Amministratori di Banca Intesa.

- Credito al consumo: mantenimento degli attuali accordi per tre anni, al termine dei quali sarà verificata l'eventuale modifica della struttura proprietaria di Agos S.p.A., con la possibilità per Crédit Agricole di acquistare il 49% detenuto attualmente da Banca Intesa.

Nei termini previsti, le due Banche hanno portato a termine, come atteso dall'Accordo Quadro, le reciproche attività di Due Diligence contabile-amministrativa (sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 e sulla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006) con l'ausilio dei revisori Reconta Ernst & Young S.p.A. (nel seguito "REY") per Banca Intesa e PWC per SPIMI, e le rispettive Due Diligence legali. Come confermato dai Consigli di Amministrazione delle due Banche le analisi effettuate non hanno evidenziato, rispetto ai valori considerati, elementi tali da rendere necessaria una ridefinizione del rapporto di cambio annunciato.

### **Consiglio di Amministrazione del 12 ottobre 2006: definizione del Progetto**

Gli elementi essenziali del Progetto così come delineati nel Consiglio di Banca Intesa del 26 agosto 2006 sono stati richiamati nella seduta del 12 ottobre 2006, nella relativa Relazione al progetto di fusione ex art. 2501-*quinquies* e nella successiva presentazione congiunta delle Direzioni delle due Banche alla comunità finanziaria del 13 ottobre 2006.

In tali documenti si evidenzia, tra l'altro, quanto segue:

- il Progetto si configura come “transazione amichevole realizzata nella forma di una fusione tra eguali” (“merger of equals”) e comporterà la nascita del primo operatore nel settore bancario domestico per tutti i principali prodotti e servizi, grazie all'eccellente complementarità geografica e di business, e di uno dei principali operatori europei per dimensione patrimoniale ed economica e per capitalizzazione di mercato;
- l'omogeneità strutturale e la similarità dei modelli organizzativi dei due Gruppi Bancari permetteranno di conseguire nell'integrazione rilevanti sinergie nonché di attivare economie di scopo negli ambiti produttivi nei quali fa premio la specializzazione dell'offerta e l'innovazione di prodotto, secondo l'esperienza dei maggiori gruppi bancari europei;
- la Direzione della Divisione Retail avrà sede a Torino, quella della Divisione Corporate e Merchant Banking a Milano;
- il Progetto si realizzerà tramite operazione di fusione per incorporazione di SPIMI in Banca Intesa;
- al fine di pervenire alla determinazione del rapporto di cambio proposto all'Assemblea degli Azionisti di Banca Intesa, gli Amministratori si sono avvalsi dell'assistenza e del supporto del Prof. Angelo Provasoli (nel seguito “Consulente”) le cui risultanze hanno trovato conferma nelle valutazioni predisposte dal Gruppo Banca Leonardo S.r.l. (nel seguito “GBL”) e Merrill Lynch International (nel seguito “ML”, GBL e ML nel seguito “Consulenti Finanziari”), in qualità di consulenti finanziari degli Amministratori di Banca Intesa;
- il rapporto di cambio proposto dagli Amministratori, che hanno fatto proprie le valutazioni del Consulente, tenuto anche conto delle risultanze dell'attività di Due Diligence, è confermato pari a quello che il Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa del 26 agosto 2006 aveva preliminarmente individuato e calcolato e quindi in n. 3,115 nuove azioni ordinarie di Banca Intesa per ogni azione ordinaria e privilegiata di SPIMI.

Il 16 ottobre 2006 SPIMI ha comunicato di rinviare la prospettata operazione di quotazione di Eurizon (nel seguito la “prospettata operazione Eurizon”) al 2007, in attesa di definire l’assetto del comparto *asset management* della nuova Realtà Bancaria. Per completezza di informazione, si precisa che tale prospettata operazione rientra nel più ampio disegno di riorganizzazione dell’area di attività risparmio e previdenza di SPIMI che prevede, tra l’altro, un’offerta pubblica di acquisto totalitaria da parte di Eurizon sulle azioni Banca Fideuram S.p.A. (nel seguito “Fideuram”) detenute da terzi.

Il Progetto è subordinato alle autorizzazioni da parte delle autorità competenti.

### **3 Natura e portata della presente relazione**

Al fine di fornire agli Azionisti di Banca Intesa idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua 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 di Banca Intesa a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell’esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Banche oggetto dell’operazione di fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

### **4 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Banca Intesa e per il tramite del revisore di SPIMI, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) Il progetto di fusione e le relazioni degli Amministratori delle due Banche indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 30 giugno 2006, il seguente rapporto di cambio:

**n. 3,115 azioni ordinarie Banca Intesa di nuova emissione per ogni azione ordinaria o privilegiata di SPIMI senza prevedere alcun conguaglio in denaro.**

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli Amministratori considerando il profilo strategico del Progetto, le quotazioni espresse dal mercato nei trenta giorni borsistici precedenti l’annuncio del Progetto e le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui ai successivi punti b) e c). La Relazione espone analiticamente i metodi di valutazione

adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) la relazione di stima del rapporto di cambio eseguita dal Consulente di Banca Intesa; tale relazione datata 12 ottobre 2006 espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;
- c) il parere di congruità sul rapporto di cambio eseguito da GBL e la *fairness opinion* predisposta da ML, in qualità di Consulenti Finanziari degli Amministratori di Banca Intesa; anche tali relazioni datate 12 ottobre 2006 sono state eseguite al fine di supportare gli Amministratori nella scelta del rapporto di cambio;
- d) situazioni patrimoniali al 30 giugno 2006 di Banca Intesa e SPIMI predisposte, ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile, dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle due Banche e rispettive relazioni delle società di revisione;
- e) la relazione di stima del rapporto di cambio predisposta da Citigroup Global Ltd. (nel seguito "Citigroup"), in qualità di Consulente degli Amministratori di SPIMI; tale relazione, datata 12 ottobre 2006, espone i metodi di valutazione adottati e i risultati della loro applicazione;
- f) la seguente documentazione, utilizzata dal Consulente e dai Consulenti Finanziari per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 di Banca Intesa e di SPIMI e delle loro principali società controllate, corredati delle rispettive relazioni degli Amministratori, dei Collegi Sindacali e delle società di revisione. In particolare, REY ha predisposto la relazione di revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato di Banca Intesa, mentre PWC ha predisposto la relazione di revisione sul bilancio d'esercizio e consolidato di SPIMI;
  - relazioni semestrali consolidate al 30 giugno 2006 di Banca Intesa e di SPIMI, corredate dalle rispettive relazioni degli Amministratori e delle società di revisione;
  - i piani industriali presentati alla comunità finanziaria, in particolare per SPIMI il Piano Industriale del 26 ottobre 2005 e per Banca Intesa il Piano Industriale del 13 luglio 2005;

- proiezioni economico finanziarie di Banca Intesa e di SPIMI relative al periodo 2006-2009 predisposte dal management delle due Banche successivamente alla firma dell'Accordo Quadro al fine di disporre di proiezioni che, in un'ottica "stand alone", risultassero omogenee sotto il profilo temporale e delle ipotesi macroeconomiche e di sistema;
- i prezzi storici ed i volumi di scambio delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio di Banca Intesa e delle azioni ordinarie di SPIMI;
- informazioni predisposte dal Consulente e dai Consulenti Finanziari, su società operanti a livello internazionale nello stesso settore;
- ricerche ed analisi finanziarie pubblicate da istituti specializzati e banche d'affari;
- statuti delle due Banche partecipanti alla fusione;
- bozza di statuto della nuova Realtà Bancaria risultante dalla fusione;
- Accordo tra Banca Intesa e Crédit Agricole relativa alla cessione delle partecipazioni in Cariparma, FriulAdria e dei n. 193 sportelli;
- proiezioni economico finanziarie di Cariparma, di FriulAdria e dei n. 193 sportelli oggetto di cessione relative al periodo 2006-2009, predisposte dal management di Banca Intesa;
- preconsuntivo 2006 e previsioni economiche 2007-2009 di Eurizon;
- comunicati stampa ed altri elementi informativi relativi alla prospettata operazione Eurizon e all'OPA sulle azioni di Fideuram;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal management delle due Banche, anche per il tramite dei loro Consulenti;
- rapporto di Due Diligence amministrativo-contabile svolta reciprocamente dalle due Banche con l'ausilio dei propri revisori sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 e sulla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006;
- esiti dell'attività di Due Diligence legale discussi con la Direzione delle due Banche;
- l'Accordo Quadro tra Banca Intesa e SPIMI sottoscritto in data 26 agosto 2006;

- g) la seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:
- dati ed informazioni ottenute dal Consulente e dai Consulenti Finanziari e da questi utilizzati per la stima del rapporto di cambio;
  - comunicati stampa ed informazioni rese disponibili dagli investor relators di Banca Intesa e SPIMI;
  - presentazione congiunta effettuata dalla Direzione dei due Gruppi Bancari il 13 ottobre 2006;
  - piano di integrazione fornito dalla Direzione di Banca Intesa ed inviato a Banca d'Italia;
- h) elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo infine ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione di Banca Intesa, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

## **5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio**

Gli Amministratori di Banca Intesa, anche sulla base delle indicazioni del proprio Consulente hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione con consolidate basi dottrinali ed applicative, tali da consentire di valutare in maniera omogenea le due Banche.

### **5.1 Scelta dei metodi e criteri di valutazione**

Le metodologie di stima selezionate sono riassunte nel seguito:

- il (i) “criterio DDM”, (ii) il “criterio reddituale”, (iii) il “criterio UEC complesso”, (iv) il “criterio dei multipli di Borsa” e, infine, (v) il “criterio della regressione lineare” sono stati adottati quali criteri principali;
- il (i) “criterio delle quotazioni dirette” e (ii) il “criterio degli equity report” sono stati adottati quali criteri di controllo. Come descritto dagli Amministratori di Banca Intesa e dal Consulente, tali metodologie non sono state incluse fra i criteri principali al fine esclusivo di garantire una maggiore copertura di analisi con criteri analitici in relazione alla non immediata verificabilità degli impatti degli eventi successivi al 23 agosto 2006 sui corsi di Borsa in particolare del titolo Banca Intesa (vedi Accordo con Crédit Agricole).

Inoltre, tali criteri sono attesi svolgere due compiti: singolarmente considerati servono per verificare l'attendibilità dei risultati dei metodi principali; congiuntamente considerati possono contribuire all'individuazione di opportune correzioni ai risultati derivanti dall'applicazione dei metodi principali.

### *5.1.1 Il criterio DDM*

Il "criterio DDM" o ("dividend discount model") definisce il valore ("W") di un'azienda in funzione dei flussi di dividendi futuri che l'impresa sarà in grado di distribuire ai propri azionisti, attualizzati ad un tasso espressivo della rischiosità specifica del capitale proprio richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio.

Nella versione adottata, i dividendi futuri sono stati stimati in termini "analitici", per l'arco temporale coperto dalle proiezioni economico finanziarie delle due Banche oggetto di stima, facendo riferimento ai dividendi distribuibili ipotizzati. In particolare la determinazione del flusso di dividendo ha tenuto conto degli effetti derivanti:

- dalla cessione delle partecipazioni in Cariparma e FriulAdria e dei n. 193 sportelli di Banca Intesa; in particolare, per ciascun esercizio i flussi di dividendo sono stati stimati applicando il pay-out stimato dal management ai redditi attesi depurati della quota riferibile alle partecipate e agli sportelli oggetto di cessione;
- dalla liquidità attesa dalla prospettata operazione Eurizon considerata quale capitale accessorio per SPIMI. I redditi di piano sono stati rettificati per stornare gli effetti connessi a tale liquidità e, al fine di determinare i flussi dividendo, è stato applicato il pay-out stimato;
- dall'eccedenza (o deficit) del "core" tier 1 rispetto a quello minimo ritenuto congruo, nell'ambito del calcolo del dividendo relativo all'ultimo periodo di previsione "analitica" (Dn).

Per il periodo successivo alle proiezioni, si è calcolato il "terminal value" (o "valore terminale") attraverso la capitalizzazione del cosiddetto "flusso di cassa libero per l'azionista". Tale flusso è stato stimato sulla base:

- della media dei redditi attesi 2007-2009 opportunamente normalizzati; tale valore è stato corretto per tenere conto dell'effetto connesso alla distribuzione dell'eccesso di patrimonio, calcolato ad un tasso rappresentativo dei rendimenti di mercato delle attività finanziarie a breve termine;
- della quota di utile non distribuibile in quanto destinata ad assicurare adeguata copertura patrimoniale.

La formula utilizzata è la seguente:

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

dove:

$D_t$  = serie di dividendi distribuibili stimati dalle proiezioni economico finanziarie delle Banche;

$K_e$  = costo del capitale proprio. Il costo del capitale proprio  $K_e$  esprime la rischiosità specifica associata alle Banche oggetto di stima ed è stato quantificato secondo l'approccio del CAPM (Capital Asset Pricing Model) considerando il rendimento degli investimenti privi di rischio (risk-free rate) e il premio per il rischio specifico dell'investimento nel capitale delle imprese considerate, espresso moltiplicando il cosiddetto market risk premium per il coefficiente beta specifico di ciascuna Banca;

$CAcc$  = capitali accessori, ovvero effetti sulla liquidità attesi, per Banca Intesa, dai corrispettivi delle cessioni a Crédit Agricole al netto del relativo effetto fiscale, e, per SPIMI, dalla prospettata operazione Eurizon e dall'OPA Fideuram in ipotesi di adesione al 100%;

$TV$  = terminal value (TV) stimato sulla base del "flusso di cassa libero per l'azionista in perpetuità", secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{D_{n+1}}{(K_e - g)}$$

dove:

$D_{n+1}$  = "flusso di cassa libero per l'azionista in perpetuità";

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo, ovvero la capacità di crescita nel lungo termine del "flusso di cassa libero" utilizzato nel calcolo del valore terminale.

### 5.1.2 Il criterio reddituale

Il "criterio reddituale" definisce il valore (W) del capitale di un'azienda in stretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare redditi.

L'adozione del criterio reddituale presuppone, anzitutto, la stima della redditività prospettica dell'azienda. Quest'ultima è intesa, nella presente valutazione, come successione dei redditi d'esercizio prospettici normalizzati per l'arco temporale di durata delle proiezioni economico finanziarie e come redditività medio normale per un periodo successivo di durata indefinita. I redditi di ciascun esercizio sono stati oggetto di normalizzazione al fine:

- di eliminare o stemperare gli effetti di componenti di reddito di natura straordinaria o non ripetitiva;
- di riflettere gli impatti economici attesi dalle operazioni straordinarie già descritte per la determinazione dei flussi distribuibili del DDM.

Il metodo reddituale prevede l'attualizzazione dei flussi di reddito attesi ad un tasso espressivo del rendimento giudicato soddisfacente in relazione alle caratteristiche di rischio dello specifico investimento considerato.

La formula utilizzata è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n} + CAcc$$

dove:

$R_t$  = redditi analitici, opportunamente normalizzati, stimati per ciascun anno del periodo di previsione analitica;

$K_e$  = costo del capitale. Esso è stato quantificato attraverso l'approccio CAPM illustrato precedentemente;

$CAcc$  = capitali accessori relativi agli effetti sulla liquidità attesi dalle operazioni già descritte nell'ambito del DDM;

$TV$  = terminal value (TV), ottenuto capitalizzando all'infinito il reddito medio normale atteso, stimato mediando i risultati 2007-2009 e incrementando tale media per il tasso di crescita, secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{R_{n+1}}{(K_e - g)}$$

dove:

$R_{n+1}$  = reddito medio normale atteso in perpetuità;

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo.

### 5.1.3 *Il criterio UEC complesso*

Il metodo misto patrimoniale-reddituale con valorizzazione autonoma dell'avviamento, denominato anche metodo UEC complesso, giunge alla determinazione del valore del capitale economico di un'azienda sulla base dei seguenti elementi:

- il patrimonio netto rettificato della Banca;
- l'avviamento della raccolta;
- l'extrareddito determinato attualizzando per un periodo di "n" anni i sopra-sottoredditi attesi rispetto al risultato che può essere ritenuto "normale" in rapporto alla somma del patrimonio netto rettificato e del valore della raccolta.

Il valore (W) del capitale d'azienda è determinato sulla base della seguente formula:

$$W = K' + (R - iK')a_{n-i}' + CAcc$$

dove:

- K' = patrimonio netto rettificato al 30 giugno 2006, comprensivo del valore di "avviamento sulla raccolta";
- R = reddito medio normale atteso;
- i = tasso di rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento, stimato secondo l'approccio CAPM già richiamato;
- i' = tasso di attualizzazione dell'extrareddito ("sovrareddito" o "sottoreddito") assunto pari al rendimento degli investimenti privi di rischio;
- n = numero di anni ai quali si estende il calcolo del valore attuale dell'extrareddito;
- CAcc = capitali accessori.

Il patrimonio netto rettificato è stato determinato sulla base del patrimonio netto contabile al 30 giugno 2006, comprensivo del risultato del primo semestre, e degli impatti patrimoniali attesi per Banca Intesa dell'effetto della cessione delle partecipazioni e dei n. 193 sportelli e per SPIMI degli effetti della prospettata operazione Eurizon.

L'applicazione del metodo UEC complesso richiede la stima del valore dei beni immateriali che possono essere oggetto di autonoma negoziazione. Nella prassi in tema di valutazione di società bancarie si fa specifico riferimento alla valorizzazione autonoma della raccolta diretta e indiretta. La raccolta esprime infatti la capacità della Banca di attrarre capitale e, quindi, ne riflette l'immagine, la posizione sul mercato ed il rapporto con la clientela.

La valorizzazione della raccolta è stata effettuata prendendo a riferimento le diverse forme tecniche di raccolta diretta ed indiretta consolidate al 30 giugno 2006, rettificata per scorporare le quote di pertinenza di terzi. Si evidenzia, inoltre, che dalle consistenze consolidate di raccolta sono stati scorporati gli importi riferibili a Cariparma, FriulAdria e ai n. 193 sportelli; la raccolta indiretta di Fideuram è stata valorizzata sulla base di un coefficiente specifico. Ai fini della valorizzazione dell'avviamento sono stati assunti coefficienti moltiplicatori coerenti con la prassi valutativa.

Il reddito medio normale atteso è stato determinato sulla base dell'utile consolidato 2005 e delle prospettive economiche consolidate per il periodo 2006-2009. Tali grandezze sono state normalizzate, come già illustrato nella descrizione del metodo reddituale.

#### *5.1.4 Il criterio dei multipli di Borsa*

Il "criterio dei multipli di Borsa" determina il valore di un'azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato dei capitali con riguardo ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quelle oggetto di valutazione.

La metodologia in esame si sviluppa nelle seguenti fasi:

- individuazione di un campione di banche quotate comparabili con quelle oggetto di valutazione. Nella fattispecie, la valutazione della comparabilità ha preso a riferimento la dimensione espressa in termini di capitalizzazione di Borsa delle Banche; poiché Banca Intesa e SPIMI sono ricomprese tra gli istituti di credito di maggiori dimensioni a livello europeo è stato selezionato un campione di 21 banche quotate nell'area Euro, in Svizzera e in Gran Bretagna;
- calcolo dei cosiddetti "multipli di Borsa" (frequentemente, almeno nel contesto bancario, "Valore di mercato/Utile netto atteso" e "Valore di mercato/Patrimonio netto"), ossia dei rapporti tra i prezzi di Borsa e le grandezze reddituali e patrimoniali aziendali ritenute significative;
- applicazione dei "multipli di Borsa" dei campioni alle pertinenti grandezze di riferimento delle aziende da valutare. Nella fattispecie, le grandezze economico-patrimoniali sono state rettificata per considerare gli effetti per Banca Intesa dell'Accordo e per SPIMI della prospettata operazione Eurizon.

#### *5.1.5 Il criterio della regressione lineare*

Il "criterio della regressione lineare" determina il valore del capitale utilizzando la correlazione statistica esistente tra la redditività prospettica del capitale proprio (ROAE atteso) e il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e patrimonio netto contabile (multiplo P/BV).

Nel dettaglio, tale correlazione - espressa con la tecnica della regressione lineare - consente di stimare il valore del capitale dell'azienda in funzione della sua redditività attesa (misurata dal ROAE) e dalla sua consistenza patrimoniale (misurata dal patrimonio netto o Book Value o BV).

Per l'applicazione del criterio in esame occorre:

- identificare un campione di banche quotate, comparabili con quella oggetto di valutazione, che presentino una correlazione significativa tra il rapporto P/BV e il ROAE atteso;
- quantificare i parametri (coefficiente angolare e intercetta) della retta di interpolazione, attraverso la tecnica della regressione lineare;
- determinare il valore del capitale dell'azienda oggetto di stima sulla base dei parametri individuati al punto precedente ed in funzione dei dati di ROAE e patrimonio netto contabile della medesima azienda.

#### *5.1.6 Il criterio delle quotazioni di Borsa*

Il "criterio delle quotazioni di Borsa" stima il valore del capitale in funzione delle quotazioni dirette di Borsa rilevate in un periodo significativo terminante in data prossima a quella di elaborazione della stima.

L'esigenza di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari induce per prassi ad estendere l'analisi delle quotazioni ai dati espressi dal mercato in intervalli temporali di diversa ampiezza.

#### *5.1.7 Il criterio degli "equity report"*

Il "criterio degli equity report" stima il valore unitario delle azioni sulla base dei target price medi indicati dagli analisti finanziari. Tale metodologia valutativa si basa sulla selezione di un campione significativo di report emessi da analisti che seguono i titoli delle Banche oggetto di stima.

### **5.2 *Trattamento delle diverse categorie di azioni***

La fusione in esame si realizza mediante il concambio delle azioni ordinarie e privilegiate di SPIMI con azioni ordinarie Banca Intesa di nuova emissione. Ai fini della determinazione del rapporto di conversione il Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa ha provveduto come segue:

- le azioni privilegiate SPIMI sono state equiparate alle ordinarie in conformità a quanto previsto dallo Statuto in caso di operazioni straordinarie sul capitale ordinario;
- le azioni proprie detenute dalle due Banche non sono state considerate nel calcolo del valore unitario per azione;
- le azioni di risparmio non convertibili di Banca Intesa, ai fini del calcolo del valore unitario per azione, sono state valorizzate in modo da tener conto degli sconti espressi dal mercato borsistico, pur in considerazione dei diritti patrimoniali garantiti a tale tipologia di titoli. In particolare è stato calcolato il numero delle azioni ordinarie equivalenti sulla base dello scarto di quotazione riscontrato sul mercato borsistico nelle ultime 30 sedute ante il 23 agosto 2006. Pertanto il numero di azioni considerate è il seguente:
  - Banca Intesa n. 6.879.052.690
  - SPIMI n. 1.871.751.951

## **6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Le principali difficoltà incontrate nella valutazione del rapporto di cambio sono riconducibili a:

- *Utilizzo del bilancio consolidato quale riferimento principale per la determinazione del patrimonio netto rettificato e dei flussi di risultato attesi.* L'impiego del bilancio consolidato, reso necessario per l'ampia articolazione dei Gruppi facenti capo alle Banche oggetto di fusione, genera alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi in ragione della diversità delle quote di minoranza nei redditi e nei patrimoni delle Società del Gruppo e della loro variabilità nel tempo.
- *Esistenza di azioni ordinarie e di azioni di risparmio.* Il calcolo del valore unitario dell'azione ordinaria in presenza di scarti di quotazione tra azioni ordinarie e di risparmio, impone la determinazione del numero di azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio considerate.
- *La fase di trasformazione dei Gruppi Intesa e SPIMI.* La cessione delle partecipazioni in Cariparma e FriulAdria e dei n. 193 sportelli ha determinato difficoltà nella ricostruzione delle grandezze patrimoniali e dei flussi di reddito e di dividendo attesi. I dati delle proiezioni economico finanziarie sono stati rettificati per riflettere gli effetti della richiamata cessione. Discorso analogo riguarda il Gruppo SPIMI, dove la prospettata operazione Eurizon ha richiesto la rettifica delle grandezze considerate nell'applicazione dei diversi metodi di valutazione, anche al fine di utilizzare un approccio omogeneo, specie con riguardo alla liquidità riveniente dall'operazione, con quello impiegato nella stima di Banca Intesa.

- *L'utilizzo di dati previsionali.* Ai fini della presente stima sono stati impiegati dati previsionali tratti dalle proiezioni economico finanziarie predisposte. Tali dati per loro natura presentano profili di incertezza.

## 7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori e modalità di assegnazione delle azioni di Banca Intesa e loro caratteristiche

### 7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

I valori dei capitali economici di Banca Intesa e di SPIMI, nonché i relativi valori per azione ed i conseguenti rapporti di cambio, determinati dal Consulente sulla base dell'applicazione dei metodi in precedenza descritti e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione, sono riportati nella tabella che segue.

Criteri di valutazione	Banca Intesa		SPIMI		Rapporto di cambio	
	Valore 100% (€ mld)	Valore per azione (€) <sup>(1)</sup>	Valore 100% (€ mld)	Valore per azione (€) <sup>(1)</sup>	N. az ORD Banca Intesa ogni az SPIMI <sup>(2)</sup>	
<b>Principali</b>						
Dividend Discount Model	34,4	5,000	27,0	14,420	2,883	
Reddituale	39,3	5,710	33,7	18,000	3,153	
Misto UEC complesso	35,0	5,090	29,1	15,520	3,048	
Regressione lineare	ROAE 07 P/BV	31,3	4,550	22,4	11,960	2,630
	ROAE 08 P/BV	31,6	4,590	25,1	13,390	2,918
	P/E 2006	30,8	4,480	23,3	12,440	2,775
Multipli di Borsa	P/E 2007	31,5	4,580	23,4	12,520	2,736
	P/E 2008	30,7	4,460	25,1	13,400	3,004
	P/BV 2006	36,7	5,340	31,5	16,820	3,149
	P/BV 2007	35,4	5,150	30,5	16,280	3,161
	P/BV 2008	34,1	4,960	29,9	15,980	3,225
<b>Controllo</b>						
Quotazioni di Borsa	Media 30 sedute		4,500	14,020	3,115	
	Media 60 sedute		4,500	13,840	3,079	
	Media 90 sedute		4,570	14,150	3,099	
Equity report		5,170	15,700	3,038		

<sup>(1)</sup> Il valore unitario delle azioni delle due Banche è calcolato sulla base delle azioni ordinarie equivalenti

<sup>(2)</sup> Azioni ordinarie e privilegiate SPIMI

Come riportato dagli Amministratori, l'applicazione delle metodologie principali sopra descritte ha condotto all'individuazione di un range di rapporti di cambio tra 2,630 e 3,225, che si caratterizza per una variabilità contenuta.

La Relazione precisa infatti che la media e la mediana dei risultati ottenuti dall'applicazione delle predette metodologie principali sono rispettivamente pari a 2,971 e 3,004.

Il Consiglio di Amministrazione ha altresì illustrato che anche i rapporti di cambio risultanti dall'applicazione dei criteri di controllo sopra richiamati si collocano all'interno del range di cui sopra. Come riportato nella Relazione, gli Amministratori di Banca Intesa, richiamando le valutazioni del Consulente, al fine di identificare una fascia di rapporti di cambio che riduca la dispersione rispetto alla media e alla mediana, hanno ritenuto opportuno escludere i valori estremi del range sopra identificato, selezionando di conseguenza un intervallo dei rapporti di cambio tra 2,736 e 3,161, la cui significatività, come illustrato nella Relazione, è confermata dai risultati dei metodi di controllo.

Il Consiglio d'Amministrazione di Banca Intesa, alla luce di quanto sopra esposto, tenuto conto del profilo strategico del Progetto e delle quotazioni espresse dal mercato nei trenta giorni precedenti l'annuncio del Progetto, ha individuato, all'interno del *range sopra richiamato*, il seguente rapporto di cambio da sottoporre all'Assemblea degli Azionisti nella Fusione per incorporazione di SPIMI in Banca Intesa:

- **n. 3,115 azioni ordinarie di Banca Intesa per n. 1 azione ordinaria e privilegiata SPIMI.**

## **7.2 *Modalità di assegnazione delle azioni Banca Intesa e loro caratteristiche***

Secondo quanto riportato nella Relazione, inoltre:

- il perfezionamento dell'operazione di fusione comporterà l'annullamento delle azioni ordinarie e delle azioni privilegiate SPIMI in circolazione. Al 30 giugno 2006 il capitale sociale di SPIMI è pari a €5.399.586.248 suddiviso in n. 1.590.672.318 azioni ordinarie e n. 284.184.018 azioni privilegiate del valore unitario di €2,88;
- in cambio agli Azionisti della Banca incorporata verranno assegnate, sulla base del rapporto di cambio indicato in precedenza, massime n. 5.841.113.544 azioni ordinarie di Banca Intesa, del valore nominale di €0,52 ciascuna. Al 30 giugno 2006 il capitale sociale di Banca Intesa è pari a €3.613.001.196 suddiviso in n. 6.015.588.662 azioni ordinarie e n. 932.490.561 azioni di risparmio non convertibili del valore nominale di €0,52;
- non sono previsti conguagli in denaro a favore degli Azionisti delle due Banche;

- non sono previsti particolari benefici a favore degli Amministratori e dei Sindaci delle due Banche;
- si conferma che nella determinazione del numero massimo di azioni Banca Intesa ordinarie da attribuire agli Azionisti SPIMI si è tenuto conto anche delle n. 284.184.018 azioni privilegiate SPIMI per le quali, come detto, si applicherà lo stesso rapporto di cambio stabilito per le azioni ordinarie;
- nell'atto di fusione verrà dato conto della rinuncia da parte di un socio SPIMI al concambio della frazione di azione necessaria per assicurare la quadratura complessiva dell'operazione di fusione;
- si provvederà, in ogni caso, a mettere a disposizione degli Azionisti della nuova Realtà Bancaria incorporando un servizio per il trattamento delle eventuali frazioni di azioni, a prezzo di mercato, senza aggravio di ulteriori oneri per spese, bolli o commissioni;
- le azioni dell'incorporante di nuova emissione a servizio del concambio, che saranno quotate al pari delle azioni di Banca Intesa attualmente in circolazione, saranno messe a disposizione degli Azionisti dell'incorporanda secondo le modalità proprie delle azioni dematerializzate accentrate nel Monte Titoli S.p.A. a partire dal primo giorno lavorativo successivo alla data di decorrenza degli effetti civilistici della fusione. Tale data sarà resa nota nell'apposito avviso concernente la fusione pubblicato su almeno un quotidiano a diffusione nazionale;
- le nuove azioni ordinarie di Banca Intesa avranno gli stessi diritti di quelle della stessa categoria in circolazione alla data di emissione. Pertanto tali azioni avranno godimento regolare (1° gennaio 2006).

## **8 Lavoro svolto**

### **8.1 Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata", in precedenza menzionata al punto 3**

Come già indicato in precedenza:

- il bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 di Banca Intesa sono stati assoggettati a revisione contabile da parte da REY mentre il bilancio d'esercizio e consolidato alla medesima data di SPIMI sono stati assoggettati a revisione contabile da parte da PWC;
- la relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 di Banca Intesa è stata assoggettata a revisione contabile limitata di REY mentre la relazione semestrale consolidata al 30 giugno

2006 alla medesima data di SPIMI è stata assoggettata a revisione contabile limitata da parte di PWC;

- le situazioni patrimoniali al 30 giugno 2006 di Banca Intesa e SPIMI predisposte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile sono state assoggettate a revisione contabile limitata rispettivamente da REY e PWC.

Abbiamo inoltre:

- ottenuto informazioni da parte di REY e PWC circa l'attività di revisione contabile svolta sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 e l'attività di revisione contabile limitata svolta sulla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 rispettivamente di Banca Intesa e SPIMI al fine di accertare che non fossero presenti aspetti di rilievo che potessero influire sull'applicazione delle metodologie valutative;
- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sul rapporto di Due Diligence amministrativo-contabile svolta reciprocamente dalle due Banche con l'ausilio dei propri revisori sul bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2005 e sulla relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006;
- ottenuto la relazione di REY e PWC rispettivamente sulle situazioni patrimoniali al 30 giugno 2006 di Banca Intesa e SPIMI predisposte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile;
- ottenuto informazioni nonché chiarimenti verbali sulla Due Diligence legale svolta dalle due Banche;
- raccolto, anche attraverso discussione con la Direzione di Banca Intesa, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura della situazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006, della situazione patrimoniale al 30 giugno 2006 redatta ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile e successivamente all'annuncio del Progetto che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame;
- discusso con la Direzione di Banca Intesa e SPIMI i criteri utilizzati per la redazione delle proiezioni economico finanziarie 2006-2009 di Banca Intesa e SPIMI, elaborate appositamente dalle rispettive divisioni pianificazione per fornire una base di confronto e di analisi delle potenzialità della nascente Realtà Bancaria, fermo restando i limiti e le incertezze connessi ad ogni tipo di previsione. In tale sede abbiamo altresì verificato che le suddette proiezioni siano state redatte secondo criteri omogenei, pur nel rispetto della specificità di ciascuna Banca;
- raccolto attraverso discussione con la Direzione di Banca Intesa informazioni circa gli effetti economico patrimoniali, non inclusi nelle suddette proiezioni 2006-2009, attesi dalla

prospettata cessione a Crédit Agricole delle partecipazioni in Cariparma, FriulAdria e di n. 193 sportelli di Banca Intesa.

## **8.2 *Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio***

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- esaminato il progetto di fusione, le situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di Banca Intesa e SPIMI indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie;
- esaminato le relazioni dei Consulenti;
- esaminato gli statuti sociali di Banca Intesa e SPIMI, nonché il testo dello Statuto della Banca risultante dalla fusione;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni addotte dal Consiglio di Amministratori di Banca Intesa e dal Consulente riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del rapporto di cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dal Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa e dal Consulente ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle due Banche coinvolte nel Progetto;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dai tre Consulenti;
- svolto una sensitivity analysis, anche attraverso il confronto fra i differenti approcci valutativi utilizzati dai tre Consulenti del Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa, con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la "Documentazione utilizzata";
- analizzato e discusso con la Direzione di Banca Intesa ed i tre Consulenti, relativamente al lavoro complessivamente svolto, ed alle risultanze dello stesso;

- discusso con PWC circa il lavoro svolto sull'analogia documentazione relativa a SPIMI;
- nell'ambito degli incontri con PWC, discusso con Citigroup sull'approccio valutativo e sulle metodologie adottate;
- verificato l'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio dagli Amministratori e dal Consulente;
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza del rappresentante legale di Banca Intesa, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del rapporto di cambio.

## **9 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 del Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole Realtà coinvolte nel Progetto, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle Realtà interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle Realtà interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, sui metodi di valutazione adottati, sono di seguito riportate:

- la scelta degli Amministratori di Banca Intesa di adottare, per la determinazione del rapporto di cambio, una pluralità di metodologie consistenti in (i) "criterio DDM", (ii) "criterio reddituale", (iii) "criterio UEC complesso", (iv) "criterio dei multipli di Borsa" e (v) "criterio della regressione lineare" risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di fusione in esame descrive ampiamente le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;
- i metodi valutativi adottati dal Consulente e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale e sono

condivisi dalla teoria finanziaria ed aziendalistica nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento;

- i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa per la valutazione delle Banche coinvolte nell'operazione sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa in grado, nel contempo, di esprimere valori comparabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio e cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse;
- l'adozione, da parte di Banca Intesa e del Consulente, di una pluralità di metodologie ha consentito la realizzazione di una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di un range di rapporti di cambio, confermati anche dalle analisi effettuate da GBL e ML;
- la pari dignità assegnata ai metodi principali utilizzati dal Consulente e dagli Amministratori nell'individuazione del range di valori di riferimento non ha comportato la necessità di individuare criteri di importanza relativa;
- il Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa ha fissato il concambio da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti, individuandolo all'interno del range richiamato in precedenza. A tal fine la scelta degli Amministratori, considerato il profilo strategico del Progetto, si è collocata nella fascia più elevata del range, anche in base alle risultanze emergenti dall'applicazione dei metodi di controllo, con particolare riferimento alle medie dei prezzi di Borsa, registrati nei trenta giorni precedenti l'annuncio dell'operazione, dalle azioni Banca Intesa e SPIMI;
- il riferimento alle medie dei prezzi di Borsa appare ragionevole, in presenza di società con elevata capitalizzazione, flottante ampio e diffuso e volumi scambiati elevati, come è nel caso di Banca Intesa e SPIMI. Inoltre i rapporti di cambio derivanti dalle medie dei prezzi di Borsa sono stati apprezzati e confermati nella loro validità dal Consulente e dai Consulenti Finanziari nelle rispettive relazioni; la scelta adottata dagli Amministratori di Banca Intesa di utilizzare la media aritmetica dei prezzi di Borsa ante 23 agosto 2006, data coincidente con la diffusione dei primi rumors riguardanti il Progetto, appare appropriata;
- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle due Banche. L'utilizzo di metodi analitici, basati su proiezioni appositamente sviluppate su un ampio arco temporale dalle Direzioni delle due Banche per fornire una base di confronto, appare giustificato in quanto in grado di cogliere gli effetti di medio periodo di sviluppo sulla richiamata base "stand alone";
- in relazione alla necessaria verifica di eventuali impatti ai fini della determinazione del rapporto di cambio degli eventi significativi occorsi nel periodo successivo l'annuncio del

Progetto, con particolare riferimento alle operazioni relative all'Accordo con Crédit Agricole e alla prospettata operazione Eurizon, gli Amministratori di Banca Intesa hanno:

- ottenuto una *fairness opinion* sulle transazioni effettuate con Crédit Agricole che conferma la ragionevolezza dei corrispettivi pattuiti;
- riflesso, nell'applicazione delle metodologie adottate, gli elementi economico patrimoniali riconducibili alle operazioni annunciate (Accordo e prospettata operazione Eurizon);
- l'identificazione di un campione di società comparabili nonché dei moltiplicatori adottati per l'applicazione della metodologia dei multipli di Borsa è stata effettuata attraverso un processo razionale. In particolare, si ritiene condivisibile la scelta di utilizzare un campione inclusivo delle principali banche europee in relazione alla dimensione ed al contesto competitivo in cui si inserisce la nascente Realtà Bancaria;
- ai fini della determinazione del rapporto di cambio, il Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa ha individuato meccanismi di adeguamento, in linea con quanto riscontrabile nella prassi e nella dottrina per tener conto della presenza di diverse categorie di azioni per Banca Intesa;
- la considerazione effettuata dagli Amministratori di sostanziale irrilevanza, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, dell'eventuale effetto determinato dall'esistenza dei piani di stock option appare, nelle circostanze, ragionevole, tenuto conto del carattere non significativo di tali eventuali effetti.

## **10 Limiti specifici e aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- il Consiglio di Amministrazione ed il Consulente hanno ritenuto di adottare, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, metodologie di valutazione di tipo analitico. L'applicazione di tali metodologie ha richiesto, oltre al riferimento ai parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economico finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico, specie per quanto riguarda il settore bancario;
- le quotazioni di Borsa pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati. Tuttavia, l'utilizzo di quotazioni medie per entrambi i Gruppi Bancari dovrebbe consentire di attenuare l'effetto di eventuali oscillazioni dei corsi di Borsa;

- l'utilizzo del bilancio consolidato in considerazione dell'ampia articolazione dei due Gruppi bancari, comporta alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi in ragione della diversità delle quote di minoranza delle società controllate dai due Gruppi Bancari e della loro variabilità nel tempo;
- la cessione delle partecipazioni in Cariparma e FriulAdria e dei n. 193 sportelli da parte di Banca Intesa e la prospettata operazione Eurizon da parte di SPIMI, operazioni straordinarie che conseguiranno alla realizzazione del processo di costituzione della Realtà Bancaria, comportano difficoltà nella ricostruzione delle grandezze patrimoniali e dei flussi di reddito e di dividendo attesi. Benché il progetto di integrazione presuma la realizzazione, sin qui non intervenuta, di tali operazioni, i relativi criteri di valutazione sono tali da non determinare ragionevolmente effetti sulla determinazione del rapporto di cambio;
- ad eccezione delle operazioni relative all'Accordo e alla prospettata operazione Eurizon, le proiezioni economico finanziarie 2007-2009, predisposte da Banca Intesa e SPIMI, non tengono conto di operazioni straordinarie di dimensioni significative attuate dalle due Banche e in corso di attuazione successivamente al Consiglio di Amministrazione del 12 ottobre 2006. In considerazione della prospettata acquisizione di Bank of Alexandria (S.A.E.) da parte di SPIMI, in linea con le procedure di norma previste per gli eventi successivi, abbiamo svolto un'analisi della relativa documentazione di supporto e discusso con il management di Banca Intesa l'assenza di impatti di tali operazioni sulle valutazioni effettuate dagli Amministratori di Banca Intesa in merito al rapporto di cambio.

Infine, ferma restando la ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie utilizzate, si segnala che gli Amministratori nella loro Relazione hanno fissato il rapporto di cambio da sottoporre all'Assemblea degli Azionisti di Banca Intesa in ragione di n. 3,115 azioni ordinarie di Banca Intesa per n. 1 azione ordinaria o privilegiata SPIMI, collocandosi nella fascia più elevata del *range* riveniente dall'applicazione delle metodologie principali di valutazione adottate, *“tenuto conto del profilo strategico dell'operazione e delle quotazioni espresse dal mercato nei trenta giorni borsistici precedenti l'annuncio dell'operazione”*.

Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del rapporto di cambio.

## 11 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 loro 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 delle azioni, contenuto nel progetto di fusione, pari a n. **3,115 azioni ordinarie Banca Intesa di nuova emissione per ogni azione ordinaria o privilegiata di SPIMI.**

Milano, 26 ottobre 2006

KPMG S.p.A.



Piero Bianco  
Socio

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]