

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

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

## SANPAOLO IMI S.p.A.

*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.*

### DISCLAIMER

*The Banca Intesa securities referred to herein that will be issued in connection with the merger described herein have not been, and are not intended to be, registered under the U.S. Securities Act of 1933 (the "Securities Act") and may not be offered or sold, directly or indirectly, into the United States except pursuant to an applicable exemption. The Banca Intesa securities will be made available within the United States in connection with the merger pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act.*

*The merger described herein relates to the securities of two foreign (non-U.S.) companies and is subject to disclosure requirements of a foreign country that are different from those of the United States. Financial statements included in the document, if any, have been prepared in accordance with foreign accounting standards that may not be comparable to the financial statements of United States companies.*

*It may be difficult for you to enforce your rights and any claim you may have arising under U.S. federal securities laws, since Banca Intesa and Sanpaolo IMI are located in Italy, and some or all of their officers and directors may be residents of Italy or other foreign countries. You may not be able to sue a foreign company or its officers or directors in a foreign court for violations of the U.S. securities laws. It may be difficult to compel a foreign company and its affiliates to subject themselves to a U.S. court's judgment.*

*You should be aware that Banca Intesa may purchase securities of Sanpaolo IMI otherwise than in the merger, such as in open market or privately negotiated purchases.*

### FORWARD-LOOKING STATEMENTS

*This communication contains forward-looking information and statements about Sanpaolo IMI S.p.A. and Banca Intesa S.p.A. and their combined businesses after completion of the proposed business combination. Forward-looking statements are statements that are not historical facts. These statements include financial projections and estimates and their underlying assumptions, statements regarding plans, objectives and expectations with respect to future operations, products and services, and statements regarding future performance. Forward-looking statements are generally identified by the words "expects," "anticipates," "believes," "intends," "estimates" and similar expressions. Although the managements of Sanpaolo IMI S.p.A. and Banca Intesa S.p.A. believe that the expectations reflected in such forward-looking statements are reasonable, investors and holders of Sanpaolo IMI S.p.A. and Banca Intesa S.p.A. shares are cautioned that forward-looking information and statements are subject to various risks and uncertainties, many of which are difficult to predict and generally beyond the control of Sanpaolo IMI S.p.A. and Banca Intesa S.p.A., that could cause actual results and developments to differ materially from those expressed in, or implied or projected by, the forward-looking information and statements. These risks and uncertainties include those discussed or identified in the public documents sent by Sanpaolo IMI S.p.A. and Banca Intesa S.p.A. to CONSOB and under "Risk Factors" in the annual report on Form 20-F for the year ended December 31, 2005 filed by Sanpaolo IMI S.p.A. with the SEC on June 29, 2006. Except as required by applicable law, neither Sanpaolo IMI S.p.A. nor Banca Intesa S.p.A. undertakes any obligation to update any forward-looking information or statements.*

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

**SANPAOLO IMI SPA**

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL  
PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE IN  
BANCA INTESA SPA DI SANPAOLO IMI SPA AI SENSI  
DELL'ART. 2501 sexies DEL CODICE CIVILE**

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE IN BANCA INTESA SPA DI SANPAOLO IMI SPA AI SENSI DELL'ART. 2501 sexies DEL CODICE CIVILE**

**INDICE**

Pag.

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 1   | Motivo e oggetto dell'incarico   | 1  |
| 2   | Natura e portata della relazione   | 2  |
| 3   | Documentazione utilizzata  | 2  |
| 4   | Metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio | 6  |
| 4.a | Aspetti generali   | 6  |
| 4.b | Metodologie di valutazione utilizzate  | 9  |
| 4.c | I metodi di valutazione adottati dal Consulente e dagli amministratori di Sanpaolo IMI           | 15 |
| 4.d | Sintesi dei risultati delle valutazioni  | 23 |
| 5   | Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori  | 24 |
| 6   | Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli amministratori                               | 26 |
| 7   | Lavoro svolto  | 27 |
| 7.a | Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata  | 27 |
| 7.b | Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio                 | 28 |
| 8   | Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte            | 29 |
| 9   | Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico                 | 33 |
| 10  | Conclusioni  | 34 |

**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE IN BANCA INTESA SPA DI SANPAOLO IMI SPA AI SENSI DELL'ART. 2501 sexies DEL CODICE CIVILE**

Agli azionisti di

Sanpaolo IMI SpA  
Piazza San Carlo, 156  
10121, Torino

**1 MOTIVO E OGGETTO DELL'INCARICO**

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Torino l'incarico di redigere, ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Sanpaolo IMI SpA (di seguito, "Sanpaolo IMI") e quelle di Banca Intesa SpA (di seguito, "Banca Intesa" e congiuntamente con Sanpaolo IMI "le Banche"), relativo al progetto di fusione per incorporazione in Banca Intesa di Sanpaolo IMI (di seguito, "la prospettata operazione di fusione", ovvero "la prospettata fusione"), in qualità di esperto, ai sensi del terzo comma dell'articolo sopra citato. A tal fine, abbiamo ricevuto da Sanpaolo IMI il progetto di fusione corredato di apposita relazione degli amministratori 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 Sanpaolo IMI, in prima convocazione, per il giorno 30 novembre 2006 e, occorrendo, in seconda convocazione, per il giorno 1 dicembre 2006.

Analogamente saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria gli azionisti di Banca Intesa, in prima convocazione, in data 30 novembre 2006 e, occorrendo, in seconda convocazione, in data 1 dicembre 2006.

L'incarico di redigere per Banca Intesa analoga relazione sul rapporto di cambio è stato conferito dal Tribunale di Milano alla società di revisione KPMG SpA (di seguito "KPMG").

## 2 NATURA E PORTATA DELLA RELAZIONE

Al fine di fornire agli azionisti 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 a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni del loro consulente, secondo quanto precisato ai successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle società. Tale valutazione, finalizzata ad esprimere una stima comparativa dei valori dei capitali economici delle Banche, è stata svolta esclusivamente dagli amministratori e dal Consulente da essi incaricato, (si veda 3) ii) e deve essere unicamente considerata in termini relativi e con riferimento limitato alla prospettata operazione di fusione.

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

## 3 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto, direttamente da Sanpaolo IMI e da Banca Intesa, i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- i) 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:

**3,115 azioni ordinarie Banca Intesa per una azione ordinaria o privilegiata Sanpaolo IMI.**

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli amministratori delle Banche, condividendo e facendo proprie le considerazioni valutative e le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui al successivo punto ii).

- ii) La Relazione al Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI inerente la determinazione del rapporto di cambio redatta da Citigroup Global Markets Limited, in qualità di consulente di Sanpaolo IMI (di seguito, "il Consulente di Sanpaolo IMI" o "il Consulente"), nonché le relazioni di stima redatte dal Prof. Angelo Provasoli di Partners Consulenti e Professionisti Associati (di seguito, "Provasoli") e da GBL Srl (di seguito "GBL", società interamente controllata dal Gruppo Banca Leonardo), unitamente alla fairness opinion predisposta da Merrill Lynch International (di seguito "Merrill Lynch"), in qualità di consulenti di Banca Intesa (di seguito, "i Consulenti di Banca Intesa"); tali relazioni, datate 12 ottobre 2006, predisposte su incarico delle Banche, espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione, le considerazioni formulate al riguardo dai rispettivi consulenti, nonché le difficoltà e le limitazioni incontrate.
- iii) La seguente documentazione, utilizzata dal Consulente per la preparazione della relazione di stima e, successivamente, anche da noi, ai fini del nostro incarico:
- Bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa al 31 dicembre 2005, corredati delle rispettive relazioni degli amministratori, dei collegi sindacali e delle società di revisione. In particolare, la società di revisione PricewaterhouseCoopers SpA ha predisposto la relazione sul bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Sanpaolo IMI al 31 dicembre 2005, mentre la società di revisione Reconta Ernst & Young SpA ha predisposto la relazione sul bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Banca Intesa al 31 dicembre 2005;
  - Relazione semestrale consolidata al 30 giugno 2006 delle Banche, corredata dalla relazione emessa dalle società di revisione incaricate, a seguito degli interventi di revisione limitata effettuati (le stesse società di revisione di cui al punto precedente);
  - Situazioni Patrimoniali individuali delle Banche al 30 giugno 2006, predisposte ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice Civile, situazioni anch'esse oggetto di revisione limitata da parte delle suddette società di revisione incaricate;
  - I Piani Industriali presentati dalle Banche alla comunità finanziaria, in particolare:
    - per Sanpaolo IMI, il Piano Industriale 2006-2008 presentato il 26 ottobre 2005;
    - per Banca Intesa, il Piano Industriale 2005-2007 presentato il 13 luglio 2005;

- Le Proiezioni Aggiornate finanziarie “stand-alone” inerziali, predisposte dal management di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa, nel contesto della prospettata operazione di fusione e relative al periodo 2006-2009 (di seguito “Proiezioni Aggiornate”). Tali proiezioni sono state sviluppate sulla base dei piani industriali di cui al punto precedente;
- Informazioni predisposte dal Consulente su società operanti a livello nazionale ed internazionale nello stesso settore di riferimento; in particolare, ci si è avvalsi di informazioni pubbliche relative ad alcune società quotate, nonché riferibili a recenti operazioni di fusione ed acquisizione ritenute rilevanti ai fini dell'incarico;
- Andamento delle quotazioni di Borsa dei titoli delle due Banche su diversi orizzonti temporali;
- Il prospetto relativo all’offerta pubblica di acquisto (di seguito l’“OPA BF”) lanciata da Eurizon SpA (controllata al 100% da Sanpaolo IMI) sul capitale non posseduto di Banca Fideuram SpA;
- Accordo Quadro, approvato in data 26 agosto 2006, dai rispettivi Consigli di Amministrazione di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa, delineante i punti essenziali di un progetto di integrazione tra le due Banche, ivi inclusa la previsione di un rapporto di cambio provvisorio, ai fini della prospettata fusione, pari a 3,115 azioni ordinarie di Banca Intesa per ogni azione ordinaria o privilegiata di Sanpaolo IMI (di seguito “l’Accordo Quadro”);
- Il testo dello Statuto della società risultante dalla prospettata fusione predisposto per il Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI del 12 ottobre 2006;
- Esiti delle attività di due diligence contabile amministrativo e della due diligence legale svolte da Sanpaolo IMI su Banca Intesa con l’assistenza rispettivamente, di PricewaterhouseCoopers SpA e dello Studio Benessia-Maccagno;

- Bozza della documentazione e delle informazioni di supporto, anche finanziarie, relative all'Accordo tra Banca Intesa e Crédit Agricole (di seguito "CA"), tale documentazione è stata successivamente da noi esaminata nella versione definitiva come illustrato di seguito;

La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- Progetto di integrazione Sanpaolo IMI - Banca Intesa – aspetti rilevanti ai fini dell'autorizzazione di Banca d'Italia, documento approvato dal Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI in data 12 ottobre 2006;
- Documentazione relativa all'Accordo tra Banca Intesa e CA, azionista di Banca Intesa con una quota pari a 17,84% del capitale votante; in dettaglio:
  - Accordo di vendita stipulato in data 11 ottobre 2006 tra Banca Intesa e CA, (di seguito "Accordo CA"), avente per oggetto la cessione da parte di Banca Intesa di Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza SpA (di seguito "Cariparma"), di Banca Popolare Friuladria SpA (di seguito "Friuladria") da parte di Banca Intesa e di 193 sportelli di Banca Intesa;
  - Accordo di "put and call option" stipulato in data 11 ottobre 2006 tra Banca Intesa e CA, avente per oggetto il 65% della partecipazione in Crédit Agricole Asset Management SGR (già Nextra SGR e di seguito "CAAM");
- Preconsuntivi 2006 e piani economici 2007-2009 di Cariparma e di Friuladria;
- Conti economici e situazioni patrimoniali pro-forma per il periodo 2005-2009 dei 193 sportelli oggetto di cessione a CA;
- Atto aggiuntivo all'Accordo Quadro del 17 ottobre 2006;
- Fairness Opinion sui corrispettivi negoziati da Banca Intesa per la cessione delle attività di cui all'accordo CA, predisposte dal Professor Iovenitti in data 11 ottobre 2006, su incarico di Banca Intesa, e dai Professori Filippi e Pasteris, in data 11 ottobre 2006, su incarico di Sanpaolo IMI;
- Altre informazioni ottenute mediante colloqui con il management delle Banche;
- Fogli di lavoro predisposti dal Consulente a supporto delle analisi valutative effettuate sulle Banche per la determinazione del rapporto di cambio;
- Rapporti di analisti internazionali disponibili su Sanpaolo IMI e Banca Intesa;

- Preconsuntivo 2006 e piani economici 2007 – 2009 di Eurizon;
- “Acquisition terms and valuation”, predisposta da Banca IMI relativamente all’acquisizione di Bank of Alexandria (Egitto), unitamente alla lettera di consenso, da parte di Banca Intesa, alla suddetta operazione, ai sensi delle pertinenti previsioni dell’Accordo Quadro;
- Elementi contabili e statistici, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Sanpaolo IMI, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, dalla data dei Consigli di Amministrazione delle Banche del 12 ottobre 2006 alla data odierna. Analoga attestazione, da parte della Direzione di Banca Intesa, è stata ottenuta da KPMG.

#### **4 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO**

##### **4.a Aspetti generali**

Gli amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, in considerazione della rilevanza e complessità della prospettata operazione di fusione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea le Banche e di apprezzare, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, gli eventi successivi descritti nel prosieguo della presente relazione.

Il principio di omogeneità, privilegiato nella scelta dei criteri valutativi, è stato applicato compatibilmente con gli elementi caratteristici di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa: i valori indicati dagli amministratori delle Banche assumono, pertanto, a loro giudizio, significato nel loro profilo relativo e sono da interpretarsi, in via esclusiva, a supporto della determinazione del rapporto di cambio nell’ambito della prospettata operazione di fusione.

La valutazione delle Banche è stata effettuata dagli amministratori di Sanpaolo IMI e dal Consulente in coerenza con le prassi nazionali ed internazionali e secondo le seguenti linee guida principali:

- le due Banche sono state autonomamente considerate e valutate sulla base della loro attuale configurazione e delle prospettive future, quest'ultime apprezzate, in particolare, sulla base delle indicazioni contenute nei rispettivi documenti di Proiezioni Aggiornate (ovvero, a valori "stand-alone"), ossia ignorando l'impatto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dalla prospettata operazione di fusione; l'approccio seguito ha consentito inoltre di apprezzare l'impatto potenziale degli eventi successivi alla data di annuncio della prospettata fusione;
- sono stati considerati significativi i prezzi di mercato di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa, in quanto titoli caratterizzati da ampio flottante, da elevata liquidità e da estesa copertura di ricerca da parte degli analisti finanziari;
- l'operazione strutturata dalle Banche si presenta come una "Fusione tra Uguali", non considerando quindi un "Premio di Controllo" per nessuna delle due parti;
- le due Banche non hanno previsto, in linea con quanto previsto dalle pertinenti previsioni dell'Accordo Quadro, nessun pagamento di dividendo straordinario o di "pay out", né altre operazioni straordinarie non deliberate precedentemente (in particolare, aumenti di capitale a titolo gratuito), prima della data di efficacia della prospettata operazione di fusione;
- è stato assunto che tutte le necessarie autorizzazioni (anche regolamentari) siano ottenute senza ritardo, limitazioni, restrizioni o condizioni tali da avere effetti negativi o comunque pregiudizievoli sulle Banche; a tale riguardo in data 26 ottobre 2006 il Sanpaolo IMI ha ricevuto comunicazione dell'avvenuta autorizzazione alla prospettata fusione, da parte della Banca d'Italia;
- si evidenzia, inoltre, che la prospettata operazione di fusione prevede il concambio delle azioni, sia ordinarie, sia privilegiate, di Sanpaolo IMI con azioni ordinarie di Intesa; tale modalità di concambio tiene conto del fatto che lo statuto di Sanpaolo IMI prevede la conversione alla pari delle azioni privilegiate in azioni ordinarie nel caso in cui queste siano oggetto di cessione a terzi. Pertanto, si precisa che le azioni privilegiate di Sanpaolo IMI sono state equiparate, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, a quelle ordinarie;
- le modalità di applicazione delle metodologie prescelte, queste non sono state analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un unico processo di valutazione; nel contempo, sono stati tenuti in conto i vantaggi ed i limiti impliciti in ciascun metodo, sulla base della prassi del settore bancario e dell'esperienza del Consulente.

Da ultimo, si evidenzia come, successivamente alla firma dell'Accordo Quadro del 26 agosto 2006, nel periodo compreso tra tale data e quella dei consigli di amministrazione delle Banche che hanno stabilito il rapporto di cambio (12 ottobre 2006), si siano verificati alcuni eventi che avrebbero potuto potenzialmente influire sulla determinazione del rapporto di cambio e che, pertanto, sono stati considerati dal Consulente e dagli amministratori di Sanpaolo IMI per la determinazione del rapporto di cambio in oggetto.

Tali eventi sono sinteticamente riportati di seguito:

a) Accordo Intesa – Crédit Agricole

In data 11 ottobre 2006, Banca Intesa e CA, azionista di Banca Intesa con una quota pari al 17,84% del capitale votante, hanno stipulato un accordo che prevede, tra gli altri aspetti, quanto segue:

- la cessione da parte di Banca Intesa a CA delle quote partecipative da essa detenute nel capitale sociale di Cariparma (pari al 100%) e Friuladria (pari a 76,05%), nonché la cessione da parte di Banca Intesa a CA di un ramo di azienda costituito da 193 sportelli;
- la modifica di alcuni accordi parasociali, di compravendita di azioni e di distribuzione, inerenti la partecipazione in CAAM, stipulati in data 24 ottobre 2005 e 22 dicembre 2005 tra CAAM, Banca Intesa e Intesa Holding Asset Management SpA;
- l'impegno da parte di Banca Intesa e CA a valutare congiuntamente la costituzione di una società pan-Europea di asset management;
- qualora Banca Intesa e CA non raggiungano l'accordo di cui al punto precedente entro il 31 gennaio 2007, l'impegno a sciogliere gli attuali accordi inerenti CAAM mediante l'esercizio di un'opzione call (rilasciata da CA a favore di Banca Intesa ed esercitabile dalla data di cessione delle filiali, compresa tra il 1 febbraio 2007 e 31 marzo 2007, sino al 12 ottobre 2007) o di un'opzione put (rilasciata da Banca Intesa a favore di CA ed esercitabile entro un mese dalla scadenza dell'opzione call) a valere sulla partecipazione in CAAM pari al 65% del capitale.

b) Operazione Eurizon

Il gruppo Sanpaolo IMI ha deciso di rinviare il processo di quotazione della società avviato lo scorso luglio. Tale processo verrà portato a termine entro il 2007 mantenendo il perimetro attuale e, ove possibile e opportuno, il programma già definito, salvo l'ulteriore valorizzazione del perimetro di attività, per effetto del riassetto conseguente all'aggregazione tra Sanpaolo IMI e Banca Intesa.

In particolare, in data 25 ottobre 2006 l'OPA lanciata da Eurizon su Banca Fideuram SpA (di cui già la stessa deteneva il 73%) finalizzata all'acquisizione del restante 27% delle quote partecipative, si è conclusa con successo, essendo stato raggiunto oltre il 92% del capitale della controllata e, pertanto, essendo stata superata la soglia per il lancio di un'offerta obbligatoria residuale, propedeutica al successivo delisting di Banca Fideuram.

#### **4.b Metodologie di valutazione utilizzate**

Alla luce delle considerazioni precedentemente illustrate e tenuto conto, tra gli altri aspetti, sia delle caratteristiche peculiari di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa, sia della migliore prassi valutativa a livello internazionale per il settore bancario, le metodologie di valutazione utilizzate dal Consulente e dagli amministratori di Sanpaolo IMI sono state le seguenti:

- Metodo delle Quotazioni di Borsa;
- Metodo dei Prezzi Obiettivo;
- Metodi delle Società Quotate Comparabili;
- Metodo dei Flussi di Dividendi Attualizzati (Dividend Discount Model o "DDM");
- Metodo dell'Analisi di Contribuzione;
- Metodo delle Operazioni Comparabili.

Gli eventuali impatti valutativi di eventi successivi, tra la data di annuncio dell'operazione (24 agosto 2006), e la data del Consiglio di amministrazione di Sanpaolo IMI (12 ottobre 2006) sono stati riflessi nell'ambito dei metodi di valutazione del DDM e delle Società Quotate Comparabili.

#### **Metodo delle quotazioni di Borsa**

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuito dal mercato nel quale le azioni della società sono trattate.

Tale criterio si qualifica come un metodo di valutazione "diretto", poiché fa riferimento, per l'individuazione del valore economico di una società quotata, ai prezzi espressi dal mercato in transazioni aventi per oggetto quote di capitale della medesima azienda.

Sul piano metodologico, la sua applicazione richiede la preliminare verifica delle seguenti condizioni:

- (i) il grado di significatività dei prezzi espressi dal mercato per le azioni della società oggetto di valutazione;
- (ii) l'omogeneità e la comparabilità, in un orizzonte temporale sufficientemente ampio, dei prezzi delle azioni della società medesima.

L'applicazione di tale metodo non include, in linea di principio, la quantificazione di un premio di controllo.

### **Metodo dei Prezzi Obiettivo**

Gli intermediari finanziari che pubblicano documenti di ricerca su società quotate sintetizzano le proprie raccomandazioni in relazione ai titoli delle società oggetto di analisi, definendo un "prezzo obiettivo" del titolo di riferimento, che offra un'indicazione quantitativa del valore economico della società e quindi di quello che si ritiene rappresenti il potenziale di apprezzamento sul mercato dello stesso nel medio termine (che, secondo prassi, è dato dal differenziale tra prezzo obiettivo e valore di mercato).

L'applicazione di tale metodo consiste nel confronto relativo di tali prezzi obiettivo indicati per ciascuna delle Società in oggetto da parte dei diversi analisti e nella selezione del criterio di scelta tra i differenti valori ottenuti.

### **Metodi delle società quotate comparabili**

Tali metodi di valutazione si basano su analisi comparative di società quotate ed includono, in particolare, il criterio dei multipli di mercato, quello dell'analisi di regressione e quello della somma delle parti. Analogamente a quanto evidenziato relativamente al metodo delle quotazioni di Borsa, anche l'applicazione di tali metodi non include, in linea di principio, la quantificazione di un premio di controllo.

#### Metodo dei multipli di mercato

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

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

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

*a. Identificazione delle società comparabili*

L'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia; la significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

*b. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento*

La determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.

*c. Identificazione dei multipli ritenuti più significativi*

Sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nella prassi di settore, i multipli più utilizzati sono il rapporto prezzo/utile netto (di seguito, "P/U"), nonché il rapporto prezzo/valore netto contabile (di seguito, "P/PN") di aziende bancarie con caratteristiche similari.

*d. Applicazione dei multipli alle società in esame*

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

Metodo dell'analisi di regressione

L'analisi di regressione viene applicata su un ampio campione di società comparabili quotate e permette di apprezzare il posizionamento e la valutazione relativa di ciascuna di esse, sulla base delle rispettive caratteristiche reddituali, attuali e prospettive, nonché il posizionamento e la valutazione delle società oggetto di analisi rispetto al campione scelto.

Il criterio della analisi di regressione stima il capitale economico della società oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto della società stessa.

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

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

- a. determinazione del campione di società su cui effettuare l'analisi di regressione;
- b. determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per il ROAE;
- c. calcolo del ROAE e del rapporto prezzo/patrimonio netto per le società incluse nel campione;
- d. scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- e. determinazione del ROAE e del patrimonio netto delle società oggetto di valutazione;
- f. applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato indicativo per la società oggetto di valutazione.

#### Metodo della somma delle parti

Il metodo della "somma delle parti" determina il valore economico di una società come sommatoria delle diverse aree di attività che la compongono. Nel caso di società "multi-business", tale valore è ottenuto sommando i valori attribuibili alle diverse aree di business.

La valorizzazione viene effettuata applicando ad ogni unità di business preliminarmente individuata il metodo di valutazione ritenuto adeguato nelle circostanze, solitamente ravvisato all'interno dei criteri di generale accettazione sopra illustrati.

Questo metodo è di comune utilizzo nella prassi internazionale e ben si presta alla valutazione di gruppi complessi operanti in più segmenti di business.

### **Metodo dei Flussi di Dividendi Attualizzati**

Il metodo dei flussi di dividendi attualizzati, o del Dividend Discount Model (di seguito, "DDM"), nella variante "Excess Capital", assume che il valore economico di una banca sia pari alla somma:

- del valore attuale dei flussi di dividendi futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibile agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- del valore attuale del "terminal value".

Il criterio del DDM, nella variante "Excess Capital", rispetto al metodo del DDM puro (che attualizza i flussi distribuiti sulla base della politica dei dividendi perseguita dall'azienda), rappresenta, nella prassi di settore, l'approccio metodologico ritenuto normalmente adottato per la valorizzazione di realtà bancarie.

Sinteticamente, il metodo è espresso dalla seguente formula:

$$W = DIVa + Vta$$

I singoli elementi della formula indicano:

- W = valore economico della banca oggetto di valutazione;
- DIVa = valore dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, pur mantenendo, in base alla normativa vigente di settore ed in linea con criteri di gestione prudenziali, un adeguato livello di patrimonializzazione;

V<sub>ta</sub> = valore attuale del “terminal value” della banca all’anno ennesimo. Il valore terminale della banca può essere determinato, o come capitalizzazione perpetua dell’ultimo flusso, ovvero applicando un multiplo all’utile o al patrimonio netto nell’ultimo anno delle previsioni dettagliate.

In sintesi, l’applicazione di tale criterio comporta, nella prassi, le seguenti fasi:

- a. previsione dettagliata dei flussi di cassa futuri e dei flussi distribuiti agli azionisti durante l’arco temporale di riferimento, mantenendo, in base alla normativa vigente per le aziende bancarie, un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- b. calcolo del valore terminale della società;
- c. determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi dei dividendi e del valore terminale; a tale riguardo, sebbene sia possibile calcolare tale tasso con varie metodologie, in genere, questo tasso di attualizzazione (Cost of Equity) viene calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM).

### **Metodo dell’Analisi di Contribuzione**

Il metodo dell’Analisi di Contribuzione consiste nel determinare il rapporto di cambio in funzione del peso relativo delle aziende che si integrano rispetto al complesso risultante dalla fusione. Conseguentemente, non vengono determinati valori assoluti, ma rapporti espressivi del contributo apportato da ciascuna azienda rispetto alla combinazione unitaria risultante dalla fusione.

Il metodo della contribuzione si basa sul confronto tra grandezze ritenute significative con riguardo alle aziende bancarie che procedono all’aggregazione ed essenzialmente riferibili a profili strategicamente rilevanti, sia in termini dimensionali, sia nella prospettiva di produzione di flussi reddituali.

### **Metodo delle Operazioni Comparabili**

Il metodo delle Operazioni Comparabili è basato sull’analisi dei rapporti di cambio relativi ad un campione di operazioni di fusione e acquisizione ritenute comparabili alla prospettata operazione di Fusione.

#### **4.c I metodi di valutazione adottati dal Consulente e dagli amministratori di Sanpaolo IMI**

Il Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI ha complessivamente condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dal proprio Consulente, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti. Al riguardo, vengono di seguito riportati i dettagli relativi all'applicazione delle differenti metodologie utilizzate dal Consulente, ivi inclusi i risultati ottenuti in termini relativi e di rapporto di cambio.

Nell'applicazione dei suddetti metodi, il Consulente, ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore bancario. Si consideri che, in particolare, gli eventuali impatti valutativi degli eventi successivi alla data di annuncio dell'Operazione (24 agosto 2006) sono riflessi nei metodi di valutazione del DDM e delle società quotate comparabili.

##### **Metodo delle Quotazioni di Borsa**

Il Consulente ha ritenuto che le rispettive quotazioni delle azioni ordinarie di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa avessero entrambe caratteristiche tali da renderne significativo il loro utilizzo. In particolare, le caratteristiche evidenziate sono state le seguenti:

- Mercati efficienti: entrambi i titoli sono quotati presso la Borsa Italiana, mercato che è caratterizzato da un significativo livello di capitalizzazione e volume di negoziazioni;
- Ampio Flottante: il flottante rappresenta per entrambi i titoli una quota rilevante del capitale sociale ordinario;
- Elevata liquidità: i titoli delle due Banche sono tra i titoli più scambiati del MIB30, con un controvalore superiore ai 100 milioni di scambi giornalieri;
- Estesa copertura di ricerca: le due Banche sono tra i titoli più seguiti da parte degli analisti delle società di intermediazione, con circa 30 diversi soggetti che analizzano e pubblicano regolarmente informazioni sulle due Società.

Ai fini di tale analisi, sono stati considerati solo i prezzi borsistici rilevati fino al 23 agosto 2006. I prezzi successivi a tale data, incorporando gli effetti dell'annuncio della fusione tra le due Banche, non sono stati ritenuti significativi ai fini della determinazione del rapporto di cambio, sia perché non più rappresentativi di valori stand-alone delle due entità, sia perché potenzialmente influenzati da elementi di natura speculativa sui titoli.

Nel procedere all'analisi delle quotazioni di mercato il Consulente ha fatto ricorso, sia alle medie aritmetiche semplici delle quotazioni dei titoli Sanpaolo IMI e Banca Intesa (prezzi di chiusura), sia ad osservazioni puntuali relativamente a valori minimi e massimi lungo orizzonti temporali predefiniti. Nella determinazione dell'intervallo di rapporti di cambio, il Consulente ha comunque privilegiato le quotazioni più recenti, in quanto ritenute più idonee a riflettere le informazioni più aggiornate delle Banche disponibili sul mercato.

In particolare, l'intervallo di cambio prescelto secondo il metodo delle quotazioni di Borsa, riferite ad un intervallo temporale antecedente alla data del 24 agosto 2006, è stato selezionato dal Consulente alla luce delle seguenti considerazioni:

- La performance dei titoli delle Banche è stata significativamente allineata nel corso del tempo: il rapporto di cambio ha, pertanto, mantenuto un'elevata stabilità nel tempo;
- Sono state considerate le quotazioni recenti dei due titoli, in quanto ritenute le più rappresentative della situazione patrimoniale, reddituale e finanziaria e delle informazioni aggiornate sulle azioni strategiche delle Banche;
- L'intervallo di rapporti di cambio (valori minimo-massimo) registrato nel mese precedente l'annuncio comprende quasi tutti i valori medi a 3, 6, 12, 24 e 36 mesi.

I rapporti di cambio, riportati nella tabella di "sintesi dei risultati e delle valutazioni", determinati dall'applicazione della metodologia valutativa sopra riportata, sono quelli corrispondenti al minimo e massimo dei rapporti di cambio giornalieri calcolati sui valori di borsa nel mese antecedente la data dell'annuncio della prospettata fusione (24 agosto 2006), escludendo Ferragosto.

### **Metodo dei Prezzi Obiettivo**

Nell'applicazione di tale metodo il Consulente ha preso in considerazione i rapporti di cambio calcolati sui prezzi obiettivi indicati, pre e post l'annuncio della prospettata fusione, da parte degli analisti che hanno pubblicato ricerche su entrambe le Banche. A tal fine, sono stati selezionati un certo numero di società di intermediazione finanziaria, escludendo, dall'analisi quei rapporti di ricerca che già includevano gli effetti potenziali della prospettata operazione di fusione sulle Banche.

Ai fini dell'individuazione dell'intervallo di rapporti di cambio determinato mediante tale metodo, è stato fatto riferimento alle ricerche delle seguenti società di intermediazione, selezionate all'interno di un campione più ampio di società la cui attività di ricerca ha incluso sia Sanpaolo IMI, sia Banca Intesa:

- Actinvest, Axa, Centrosim, Citigroup, Dresdner Kleinwort, Euromobiliare, Fox-Pitt Kelton, Goldman Sachs, HSBC, Ixis, JP Morgan, Keefe Brunette & Woods, Lehman Brothers, Banca Leonardo, Oddo, UBM, WestLB.

Il Consulente ha individuato il range di intervallo dei rapporti di cambio di riferimento, escludendo dal campione selezionato i tre estremi inferiori e superiori. Si rimanda alla tabella "sintesi dei risultati delle valutazioni" per l'intervallo di valori di riferimento determinato.

### **Metodi delle Società Quotate Comparabili**

Nell'ambito dell'applicazione dei metodi delle società quotate comparabili, il Consulente, utilizzando i tre diversi metodi di seguito descritti, ha individuato, nell'estremo inferiore e superiore risultante dall'applicazione di tali metodologie, l'intervallo dei rapporti di cambio prescelto, intervallo che, peraltro, corrisponde al risultato determinato dall'applicazione del metodo dei Multipli di Mercato. Di seguito, viene descritta l'applicazione dei tre metodi che hanno consentito l'individuazione di tale intervallo, ovvero il Metodo dei Multipli di Mercato, il Metodo dell'Analisi di Regressione e il Metodo della Somma delle Parti.

#### *a) Metodo dei Multipli di Mercato*

Ai fini dell'applicazione del metodo in oggetto, il Consulente ha provveduto ad identificare due differenti campioni di banche comparabili con Sanpaolo IMI e Banca Intesa; da un lato, un campione di banche italiane con presenza nazionale o multi-regionale, dall'altro, un campione di banche europee aventi caratteristiche omogenee con le Banche oggetto di valutazione.

Al riguardo, il campione di banche italiane ha ricompreso:

- Unicredit,
- Capitalia,
- MPS,
- BPVN,
- BPU.

Il campione di banche europee ha invece considerato:

- ABN Amro,
- BNP Paribas,
- Società Generale,
- Crédit Agricole,
- Deutsche Bank,

- SCH,
- BBVA,
- Credit Suisse,
- Royal Bank of Scotland,
- Barclays,
- HBOS,
- LLoyd TSB.

I multipli che il Consulente ha ritenuto significativi, in considerazione delle caratteristiche del settore bancario e della prassi valutativa, sono stati il P/U , parametro già definito a pag. 11, per il periodo 2007 e 2008 e il P/PNR (Prezzo/Patrimonio Netto rettificato) al 31 dicembre 2006. Con riferimento a tutte le società ricomprese nei due differenti campioni, sono stati utilizzati i prezzi relativi alla capitalizzazione di Borsa alla data del 6 ottobre 2006. Gli utili attesi per il periodo 2006-2008 stimati per le società dei campioni sono stati ottenuti dalle stime fornite da Thomson Financial (uno dei principali business information provider), risultando, pertanto, rappresentativi dei dati di consenso degli analisti. Il patrimonio netto al 31 dicembre 2006 è stato poi rettificato, deducendone le attività immateriali per tutte le società.

Il valore che il Consulente ha ritenuto significativo considerare, all'interno di ciascun campione (Banche Italiane e Banche estere), è stato quello mediano per i differenti multipli determinati.

Tali multipli così determinati sono stati applicati alle rispettive grandezze delle Proiezioni Aggiornate di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa (facendo riferimento, in tal caso, a due scenari di perimetro Banca Intesa: pre e post operazione di cessione a Crédit Agricole).

*b) Metodo dell'Analisi di Regressione*

Ai fini dell'applicazione di tale metodo, è stato utilizzato un campione composto dalle banche italiane ed estere già considerate nell'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato. Sono stati, inoltre, considerati lo stesso orizzonte temporale (2006 – 2008) e gli stessi prezzi di Borsa (valori alla data del 6 ottobre 2006), adottati nell'ambito del criterio dei multipli di mercato.

Il valore economico delle due Banche è stato determinato utilizzando una retta di regressione lineare, ottenuta interpolando il multiplo P/PNR06 e il ROAE08, parametro definito a pag. 12, di ciascuna banca del campione. Tale regressione ha evidenziato un  $R^2$  (coefficiente di correlazione), pari a circa il 90%, evidenziando un elevato livello di significatività statistica.

c) Metodo della Somma delle Parti

In tale ambito di applicazione, il valore economico delle Banche è stato determinato quale somma dei valori attribuiti alle due principali aree di business in cui operano le due Banche:

- Sanpaolo IMI: Attività Bancaria ed Eurizon.
- Banca Intesa: Attività Bancaria Italia, Attività Bancaria estera e valore di cessione delle società e rami aziendali trasferiti a CA.

Gli utili prospettici di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa, per le diverse aree e l'allocazione del capitale tra le stesse, sono state ricavate dalle Proiezioni Aggiornate delle due Banche.

Il multiplo di mercato utilizzato per determinare il valore economico delle diverse aree è stato individuato dal Consulente nel P/U 08, rapporto calcolato secondo le seguenti modalità:

- Per Eurizon, prendendo come riferimento un multiplo mediano di un campione di società quotate operanti nei segmenti dell'asset management, della bancassurance e della promozione finanziaria.
- Per l'Attività Bancaria estera di Banca Intesa, prendendo un valore mediano di un campione di banche quotate operanti, in prevalenza, nell'Europa dell'Est.
- Per l'Attività Bancaria Italia di Banca Intesa, per l'Attività Bancaria di Sanpaolo IMI, e per le attività cedute a CA, mediante un valore mediano di un campione di banche attive, in prevalenza, in Italia.

### **Metodo dei flussi di Dividendi Attualizzati (DDM)**

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile necessario all'applicazione del metodo, il Consulente ha definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività delle Banche, quantificandolo in un coefficiente "Core Tier 1" pari al 7%.

E' stato, inoltre, identificato, come orizzonte temporale prescelto per la determinazione dei flussi, il periodo 2006 – 2015, anno oltre il quale il valore delle due Banche è stato calcolato mediante individuazione del c.d. "Terminal Value", come definito in precedenza. Per il periodo 2006 – 2009, il Consulente ha fatto riferimento alle Proiezioni Aggiornate, verificandone la coerenza mediante confronto con le stime di consenso degli analisti finanziari, mentre, per il periodo 2009 – 2015, ha provveduto a sviluppare previsioni di crescita inerziali, tenendo conto del profilo operativo di ciascuna banca e delle aspettative di crescita del mercato cercando di omogeneizzare al meglio i principali ratios delle due entità.

Nell'ambito dell'elaborazione delle ipotesi prospettiche, sono state separate le principali aree di attività delle due Banche; pertanto, sono state considerate distintamente l'attività bancaria rispetto a Eurizon, per quanto concerne Sanpaolo IMI, l'attività bancaria tradizionale rispetto a quella dell'Europa dell'Est, per Banca Intesa.

Il tasso di sconto ( $k_e$ ) utilizzato dal Consulente è stato pari al 10,6% per San PaoloIMI e pari al 9,9% per Banca Intesa; la differenza è imputabile esclusivamente al diverso fattore "beta" (indicatore del profilo di rischiosità relativa delle società rispetto al mercato), fonte Bloomberg, implicito in ciascuna banca (rispettivamente, pari a 1,32 e 1,18).

Il "terminal value" è stato calcolato ipotizzando un flusso di dividendi potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione prescelto: esercizio 2015 e applicando la formula della crescita perpetua secondo un fattore di crescita  $g$  (tasso di crescita atteso oltre il periodo di previsione esplicita e, pertanto, di lungo periodo). Tale fattore di crescita di lungo periodo è stato ipotizzato identico e pari al 2% per quanto riguarda l'attività bancaria di Sanpaolo IMI e l'attività bancaria italiana di Intesa, mentre è stato considerato pari al 4%, sia per quanto riguarda l'attività di Eurizon, sia per l'attività bancaria dell'Europa dell'Est di Banca Intesa.

Il Consulente ha, inoltre, proceduto a sviluppare numerose analisi di sensitività per considerare i potenziali impatti valutativi determinati da differenti ipotesi dei tassi considerati, da differenti scenari di sviluppo e da eventuali ipotesi di allineamento tra le due Banche che tengono della differente esposizione al rischio degli attivi patrimoniali.

Il rapporto di cambio minimo e massimo è stato determinato sulla base dell'estremo inferiore e superiore risultante dall'applicazione della metodologia in quattro diversi scenari che tengono conto, sia degli eventi successivi alla data di annuncio della prospettata fusione, sia di alcune variabili ritenute significative. Si rimanda alla tabella "sintesi dei risultati delle valutazioni" per il range di riferimento determinato.

### **Metodo dell'Analisi di Contribuzione**

Le grandezze che sono state selezionate ai fini dell'applicazione di tale metodologia alle due Banche hanno fatto esclusivamente riferimento a variabili finanziarie e patrimoniali al 30 giugno 2006, che il Consulente ha selezionato nelle seguenti grandezze:

- Margine di intermediazione
- Raccolta diretta
- Crediti verso clientela
- Core Tier 1
- Totale Attività (bancaria)
- Attivo Ponderato
- Patrimonio Netto

Si è pertanto provveduto ad individuare il contributo, in termini percentuali, di ciascuna delle due Banche al processo aggregativo ed a rapportarlo al numero di azioni complessive delle stesse (considerando anche le azioni privilegiate per Sanpaolo IMI e le azioni risparmio di Banca Intesa). Questa metodologia è da considerarsi solamente uno strumento di verifica della dimensione relativa delle Banche.

Il rapporto di cambio identificato è stato individuato nell'intervallo di valori minimo e massimo risultante dall'applicazione della metodologia alle suddette sette differenti variabili finanziarie e patrimoniali delle Banche.

Si rimanda alla tabella “sintesi dei risultati delle valutazioni” per il range di riferimento determinato.

### **Metodo delle Operazioni Comparabili**

Nell'applicare tale metodo, il Consulente ha cercato di identificare un campione di operazioni che fossero comparabili con la prospettata fusione, ovvero che presentassero alcune caratteristiche tipiche delle cosiddette Fusioni tra Uguali, con riguardo a quelle operazioni effettuate tra società ad elevata capitalizzazione e con una dimensione relativa delle controparti ricompresa in un intervallo di valori, determinati sulla base dei corrispondenti prezzi di mercato, tra un minimo pari a circa il 40% ed un massimo pari a circa il 60%.

A tal riguardo, sono state selezionate dal Consulente una serie di acquisizioni finanziarie, avvenute in Europa e negli Stati Uniti negli ultimi dieci anni, così suddivisibili:

- 2 operazioni finanziarie Europee;
- 3 operazioni finanziarie USA;
- 11 operazioni internazionali non finanziarie.

L'intervallo dei rapporti di cambio è stato identificato prendendo in considerazione il valore minimo e massimo dei premi/sconti sul rapporto di cambio annunciato rispetto alle valutazioni di borsa medie del mese precedente la data di annuncio del rapporto di cambio.

Si rimanda alla tabella “sintesi dei risultati delle valutazioni” per il range di riferimento determinato.

#### 4.d Sintesi dei risultati delle valutazioni

Sulla base delle analisi effettuate, il Consulente ha, pertanto, determinato i seguenti valori economici minimi e massimi per i differenti metodi valutativi utilizzati e ha individuato gli intervalli di rapporti di cambio derivanti dall'applicazione dei metodi illustrati in precedenza e sintetizzati nella tabella di seguito:

| (€ in milioni eccetto per il rapporto di cambio)  | SPIMI                  |         | Intesa                 |         | Rapporto di Cambio |         |
|---|------------------------|---------|------------------------|---------|--------------------|---------|
|   | Capitale economico (1) |         | Capitale economico (2) |         | Minimo             | Massimo |
|   | Minimo                 | Massimo | Minimo                 | Massimo | Minimo             | Massimo |
| Metodo delle Quotazioni di Borsa                  | 26.267                 | 27.054  | 27.431                 | 27.491  | 3,072              | 3,158   |
| Metodo dei Prezzi Obiettivo                       | 23.061                 | 33.560  | 27.672                 | 32.484  | 2,674              | 3,315   |
| Metodi delle Società Quotate Comparabili          | 25.351                 | 35.602  | 30.375                 | 36.892  | 2,678              | 3,096   |
| Metodo dei Flussi di Dividendi Attualizzati (DDM) | 26.920                 | 31.276  | 31.385                 | 32.649  | 2,752              | 3,074   |
| Metodo dell'Analisi di Contribuzione              | NM                     | NM      | NM                     | NM      | 2,802              | 3,102   |
| Metodo delle Operazioni Comparabili               | 25.146                 | 29.111  | 27.411                 | 27.411  | 2,944              | 3,408   |

Nota (1) include azioni ordinarie e privilegiate; (2) include solo azioni ordinarie; NM : non significativo

Sulla base dei risultati sopra indicati, il Consulente ha individuato un intervallo di rapporto di cambio coincidente con quello determinato dall'applicazione del Metodo delle Quotazioni di Borsa, pertanto, pari a:

- **3,072 – 3,158** azioni ordinarie Banca Intesa per ciascuna azione ordinaria e privilegiata Sanpaolo IMI.

Nell'ambito di tale intervallo, il Consulente ha ritenuto congruo il seguente valore puntuale:

- **3,115** azioni ordinarie Banca Intesa per ciascuna azione ordinaria e privilegiata Sanpaolo IMI.

Sebbene, nel contesto del processo valutativo seguito dal Consulente, i metodi utilizzati siano stati considerati nel loro complesso e non singolarmente, si rileva come il Consulente, nella individuazione dell'intervallo di rapporti di cambio, abbia attribuito una maggiore enfasi al metodo delle quotazioni di Borsa, rispetto a tutti gli altri metodi utilizzati. Si segnala, da ultimo, che il rapporto puntuale ritenuto congruo dal Consulente risulta pari alla media dei due valori riportati in tabella per il metodo delle quotazioni di Borsa, valore che corrisponde anche al rapporto di cambio risultante dal rapporto tra le medie semplici delle rilevazioni giornaliere del mese precedente la data del 24 agosto 2006, escludendo il giorno di Ferragosto.

Il Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI ha condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dal Consulente, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti, ritenendo che i metodi di valutazione utilizzati debbano essere considerati nel loro complesso e non singolarmente.

## 5 DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

I seguenti limiti e difficoltà di valutazione sono stati evidenziati dal Consulente; gli amministratori di Sanpaolo IMI, nel condividere l'iter valutativo del proprio Consulente, secondo quanto precedentemente illustrato, hanno formulato autonome considerazioni in merito alle difficoltà di seguito indicate, con la sola esclusione di quella richiamata al punto relativo all'accordo CA.

- **Ottica inerziale e potenziale esistenza di elementi di disomogeneità nelle Proiezioni Aggiornate di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa**

Ai fini dell'applicazione del criterio del DDM e delle Società Quotate Comparabili, le proiezioni finanziarie "stand alone" inerziali, predisposte dal management di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa nel contesto della prospettata fusione e relative al periodo 2006-2009, sono state sviluppate sulla base dei piani industriali presentati alla comunità finanziaria ovvero, per Sanpaolo IMI, il Piano Industriale 2006-2008 presentato il 26 ottobre 2005 e, per Banca Intesa, il Piano Industriale 2005-2007 presentato il 13 luglio 2005. Di conseguenza, tali proiezioni non rappresentano un vero e proprio Piano Industriale, ma piuttosto, una proiezione ed un trascinamento in avanti dei dati previsionali esistenti sino al 2009.

Tale circostanza è risultata comunque mitigata dal fatto che, nella predisposizione di tali proiezioni finanziarie, i rispettivi management delle Banche hanno proceduto a condividere le principali assunzioni e i criteri utilizzati al fine di rendere i dati relativi alle due Banche il più possibile omogenei.

Inoltre, con riferimento ai dati di utili attesi per il 2006, 2007 e 2008 sono state anche utilizzate le stime fornite da Thomson Financial, dati rappresentativi del consenso degli analisti finanziari ("Consensus"). Di conseguenza, sono state utilizzate le proiezioni finanziarie aggiornate, avendone anche osservato la coerenza con le rispettive stime di Consensus delle Banche.

- **Limitata confrontabilità delle banche utilizzate come campione di società quotate comparabili con le Banche**

Ai fini dell'applicazione del criterio dei multipli di mercato, della retta di regressione e della somma delle parti, risulta potenzialmente problematica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quelle oggetto di valutazione. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee, sotto ogni profilo, induce a determinare i tratti ritenuti più significativi per la costruzione del campione di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione ai criteri prescelti.

Nella fattispecie, il Consulente per mitigare tali effetti, ha cercato di individuare un campione il più ampio possibile, incluso sia di alcune delle maggiori banche italiane, a radicamento nazionale o multiterritoriale, sia di alcune principali banche europee, privilegiando i criteri della dimensione e delle caratteristiche operative similari.

- **Limitata documentazione definitiva in relazione all'Accordo CA**

Con riferimento all'accordo CA, il Consulente ha ricevuto ed analizzato sia la bozza della documentazione, sia le informazioni finanziarie di supporto, (ivi incluse le relative fairness opinion), in prossimità della definizione dell'operazione, perfezionatasi in data 11 ottobre 2006. L'impatto dell'Accordo CA sul rapporto di cambio, pur nei limitati tempi a disposizione, è stato verificato mediante la costruzione di più scenari, nell'ambito dei diversi metodi di valutazione adottati (DDM e metodi delle Società Quotate Comparabili), che hanno permesso al Consulente di tenere conto dei potenziali effetti di tale operazione.

- **Alcune delle metodologie di valutazione per la loro natura non permettono di riflettere certi eventi successivi all'annuncio della prospettata operazione di fusione**

Eventuali impatti valutativi di eventi successivi alla data di annuncio dell'operazione non sono riflessi in alcuni dei metodi di valutazione, ma sono considerati nel metodo di valutazione del DDM e nel metodo delle Società Quotate Comparabili, ai quali il Consulente si è affidato per corroborare il rapporto di cambio definito.

- **Disomogeneità e dispersione temporale dei prezzi obiettivo**

In generale, gli intermediari finanziari che pubblicano documenti di ricerca su società quotate sintetizzano le proprie raccomandazioni in relazione ai titoli delle società quotate oggetto di analisi definendo un "prezzo obiettivo". Tali documenti

di ricerca risultano pubblicati in date diverse e senza rendere noti necessariamente i parametri in base ai quali vengono definiti tali prezzi obiettivo.

Al fine di superare le difficoltà in oggetto, il Consulente ha utilizzato per l'analisi selezionati prezzi obiettivo forniti da un'unica fonte (Reuters). Ove possibile, sono stati inoltre esclusi dall'analisi i prezzi obiettivo che includessero impatti della prospettata fusione.

- **Limitata equiparabilità tra la prospettata operazione di fusione e altre operazioni simili**

La natura della prospettata operazione di fusione, ovvero quella di "Fusione tra Uguali", tra società ad elevata capitalizzazione di mercato, rende difficile identificare operazioni comparabili; al fine di definire un campione di riferimento sono state analizzate, da parte del Consulente, numerose operazioni di fusione ed acquisizione tra società di dimensioni simili a Sanpaolo IMI e a Banca Intesa, includendo anche settori non necessariamente bancari e finanziari, in Europa e negli Stati Uniti, avvenute negli ultimi 10 anni.

Sulla base delle analisi effettuate, considerate le condizioni e i termini della prospettata operazione di Fusione, il Consulente ha ritenuto il Metodo delle Operazioni Comparabili relativamente significativo; pertanto, tale criterio è stato utilizzato nel contesto dell'approccio metodologico complessivo precedentemente illustrato.

## **6 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI**

Sulla base dell'applicazione dei metodi valutativi descritti nel precedente paragrafo 4.b, nonché di un'analisi ragionata dei risultati ottenuti mediante l'applicazione delle diverse metodologie prescelte, illustrata nei precedenti paragrafi 4.c e 4.d, gli amministratori di Sanpaolo IMI sono addivenuti alla determinazione del seguente rapporto di cambio:

**3,115 azioni ordinarie Banca Intesa per una azione ordinaria o privilegiata Sanpaolo IMI.**

## 7 LAVORO SVOLTO

### 7. a Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Gli interventi e le attività di seguito illustrate sono stati svolti nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

- i) Abbiamo assoggettato a revisione contabile, ai sensi di legge, il bilancio individuale e consolidato al 31 dicembre 2005 di Sanpaolo IMI, emettendo una relazione senza rilievi; mentre il bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Banca Intesa, alla stessa data, è stato assoggettato a revisione ai sensi di legge da parte della Reconta Ernst & Young SpA, che ha emesso un giudizio senza rilievi.
- ii) Abbiamo svolto la revisione contabile limitata della relazione semestrale di Sanpaolo IMI al 30 giugno 2006, in qualità di revisore contabile di Sanpaolo IMI.
- iii) Abbiamo discusso con la società di revisione Reconta Ernst & Young SpA le risultanze della revisione contabile limitata della relazione semestrale di Banca Intesa al 30 giugno 2006, in qualità di revisore contabile di Banca Intesa.
- iv) Abbiamo esaminato gli esiti delle attività di due diligence amministrativo - contabile svolte da Sanpaolo IMI su Banca Intesa effettuata con l'assistenza professionale di PricewaterhouseCoopers SpA, nonché della due diligence legale svolta con la collaborazione dello studio Benessia- Maccagno; da ultimo, abbiamo discusso gli esiti delle attività di due diligence svolte da Banca Intesa su Sanpaolo IMI, con la società di revisione Reconta Ernst & Young SpA e con il management di Sanpaolo IMI.
- v) Abbiamo raccolto, attraverso discussioni con le direzioni delle Banche, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle situazioni patrimoniali sopra menzionate che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.
- vi) Per le stime relative all'esercizio 2006 e le Proiezioni Aggiornate delle Banche, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di situazione previsionale, abbiamo discusso con la direzione di Sanpaolo IMI.
- vii) Abbiamo quindi discusso e avuto conferma dalle Banche che, per la redazione delle stime e delle Proiezioni Aggiornate di Banca Intesa, sono stati applicati scenari macroeconomici e formulate, ove ritenuto ragionevole,

assunzioni coerenti con quelle utilizzate per la stesura delle stime e delle Proiezioni Aggiornate di Sanpaolo IMI. Ciò al fine di accertare se i dati e le informazioni concernenti le Banche, utilizzati dagli amministratori di Sanpaolo IMI e dal Consulente, per l'applicazione dei metodi di valutazione descritti in precedenza, fossero confrontabili.

- viii) Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Sanpaolo IMI, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, dalla data del Consiglio di Amministrazione delle Banche del 12 ottobre 2006 sino alla data odierna, tali da influenzare il rapporto di cambio determinato.  
Analogha attestazione, da parte della direzione di Banca Intesa, è stata ottenuta da KPMG.
- ix) Abbiamo esaminato la fairness opinion, relativa ai corrispettivi negoziati da Banca Intesa per la cessione delle attività di cui all'accordo CA, predisposta dai Prof. Filippi e Pasteris, su incarico di San Paolo IMI e dal Prof. Iovenitti, su incarico di Banca Intesa.
- x) Abbiamo esaminato "l'acquisition terms" and "valuation report" predisposto da Banca IMI, relativamente all'acquisizione di Bank of Alexandria (Egitto); abbiamo, inoltre, discusso con il Management di Sanpaolo IMI le motivazioni sottostanti tale acquisizione e analizzato la documentazione a supporto delle valutazioni espresse e proposte nell'ambito della suddetta transazione; da ultimo, abbiamo ottenuto evidenza del consenso, da parte di Banca Intesa, ai sensi delle pertinenti previsioni dell'Accordo Quadro, alla presentazione, da parte di Sanpaolo IMI, di un'offerta vincolante per l'acquisizione della suddetta banca, alle condizioni economiche stabilite.

#### **7.b Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio**

Si riporta di seguito un elenco delle principali verifiche effettuate:

- Abbiamo analizzato il progetto di fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa;
- Abbiamo analizzato le relazioni dei Consigli di Amministrazione di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa;
- Abbiamo verificato la completezza e la non contraddittorietà del procedimento seguito e delle motivazioni addotte dagli amministratori di Sanpaolo IMI e dal Consulente nella determinazione dei rapporti di cambio;

- Abbiamo verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme, compatibilmente con gli elementi caratteristici delle Banche;
- Abbiamo provveduto a sviluppare delle "analisi di sensitività", nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori di Sanpaolo IMI e dal Consulente, in particolare, con l'obiettivo di verificare quanto i rapporti di cambio siano influenzabili da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;
- Abbiamo verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 3;
- Abbiamo verificato la correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori di Sanpaolo IMI, che hanno condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative e le indicazioni del loro Consulente;
- Abbiamo analizzato e discusso con il Consulente di Sanpaolo IMI ed i Consulenti di Banca Intesa il lavoro da loro complessivamente svolto, le risultanze dello stesso e le correlate motivazioni e giustificazioni.

## **8 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE**

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori è finalizzata ad esprimere una stima comparativa dei valori dei capitali economici relativi alle singole Banche oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del rapporto di cambio; stima che deve essere considerata in termini relativi e che, pertanto, non è utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati sono le seguenti:

### **ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI**

- **L'approccio metodologico complessivo**

I metodi proposti dal Consulente ed adottati dagli amministratori sono quelli comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale, sia in ambito internazionale, nel contesto delle valutazioni di realtà bancarie con caratteristiche simili; la pluralità di metodologie prescelte e la complementarietà dei criteri applicati, inoltre, ha reso maggiormente significativo il processo valutativo e ha consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti.

- **L'enfasi sul metodo delle quotazioni di Borsa per la valutazione di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa**

Con riferimento al metodo delle quotazioni di Borsa, si ritiene ragionevole la scelta di farvi riferimento nella determinazione dell'intervallo dei diversi rapporti di cambio per la valutazione di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa, ritenendo la capitalizzazione di mercato dei titoli rappresentativa del rispettivo valore economico. Tra gli altri aspetti, si evidenziano: l'appartenenza di entrambe le Banche al segmento delle trenta società a maggiore capitalizzazione quotate nella Borsa Italiana, gli elevati volumi scambiati giornalmente, nonché la disponibilità di informazioni ed analisi pubblicamente disponibili. Inoltre, si ritiene di condividere la scelta di utilizzare esclusivamente le quotazioni di Borsa precedenti all'annuncio della prospettata fusione, essendo quelle successive a tale data potenzialmente influenzate da elementi speculativi relativi ai due titoli e non più idonee a rappresentare una valutazione stand-alone delle due Banche. Altri metodi valutativi (DDM e società quotate comparabili) hanno permesso di corroborare tale approccio, apprezzando come non significativamente influenti ai fini del concambio, gli eventi successivi.

E' condivisibile la scelta del Consulente e degli amministratori di Sanpaolo IMI di focalizzare la propria analisi su un intervallo temporale recente dei due titoli, rappresentativo della situazione patrimoniale e finanziaria più aggiornata delle Banche.

Nell'ambito delle analisi di sensitività svolte, abbiamo tenuto comunque conto di ulteriori intervalli temporali rispetto a quelli indicati dagli amministratori di Sanpaolo IMI e dal Consulente, anche al fine di considerare l'andamento delle quotazioni di Borsa di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa nel periodo compreso tra la data delle relazioni predisposte da questi ultimi e la data di emissione della nostra relazione.

- **La qualificazione dell'integrazione tra le Banche come "Fusione tra Uguali" e la non applicazione di un "Premio di Controllo"**

Secondo quanto indicato dal Consulente e condiviso dagli amministratori di San Paolo IMI, tale considerazione di fondo ha trovato conferma in un complesso di circostanze riconducibili ai termini della prospettata operazione di fusione, ivi incluse le previsioni dell'Accordo Quadro e le linee guida dell'integrazione tra le Banche. Gli elementi e le informazioni acquisite, sulla base del lavoro svolto di cui ai precedenti paragrafi 3 e 7 della presente relazione, hanno consentito di ritenere ragionevole la considerazione in oggetto, anche tenuto conto delle osservazioni precedentemente svolte in merito all'adeguatezza dell'approccio metodologico complessivo e dell'enfasi attribuita al metodo delle quotazioni di Borsa.

- **Le principali considerazioni sugli altri metodi di valutazione applicati**

Il metodo dei flussi di dividendi attualizzati

Il metodo finanziario, nella versione dei flussi di dividendi attualizzati, è ampiamente riconosciuto dalla dottrina e dalla prassi internazionale per la valutazione di banche; la sua applicazione può condurre ad una stima del capitale economico differente da quella risultante dall'applicazione delle altre metodologie, in particolare, in considerazione del fatto che una componente significativa delle valorizzazioni ottenute è rappresentata dai flussi prospettici generati oltre l'orizzonte temporale dei piani, quindi da dati previsionali con elevato grado di soggettività. Nella valutazione delle banche, tale metodologia è comunemente utilizzata nella versione dell'"Excess Capital".

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, il Consulente ha utilizzato le Proiezioni Aggiornate, predisposte dalle due Banche secondo criteri e assunzioni che fossero il più possibile omogenei. Ai fini dell'apprezzamento degli eventi successivi, si ritiene condivisibile la rilevanza attribuita dal Consulente ai risultati ottenuti attraverso tale metodo, che ha consentito, di incorporare in maniera analitica gli eventi e i dati rilevanti successivi all'annuncio del 24 agosto 2006 e fino alla data della loro relazione, 12 ottobre 2006.

I metodi dei Prezzi Obiettivo

Il metodo dei Prezzi Obiettivo è ampiamente riconosciuto dalla prassi internazionale nella valutazione di società quotate ed è limitato nella sua significatività dal grado più o meno ampio di copertura da parte degli analisti. Nel caso specifico, si ritiene condivisibile la scelta operata dal Consulente e dagli amministratori di Sanpaolo IMI nell'utilizzo del metodo, considerato l'elevato numero di società di intermediazione finanziaria che seguono costantemente il titolo.

I metodi delle Società Quotate Comparabili

Il metodo dei multipli, l'analisi di regressione, e la somma delle parti risultano di consolidata applicazione nella prassi di settore. Nella fattispecie, nella prospettiva di assicurare la riconosciuta affidabilità teorica di tali metodi, gli amministratori di Sanpaolo IMI ed il Consulente hanno sviluppato specifiche analisi, con riferimento ai tre metodi, in merito alla scelta dei campioni, alla tipologia dei rapporti ed ai riferimenti temporali utilizzati.

Si ritiene ragionevole la scelta del Consulente e degli amministratori di Sanpaolo IMI di utilizzare tale metodo nel contesto dell'approccio metodologico complessivo precedentemente illustrato.

### Il metodo dell'Analisi di Contribuzione e delle Operazioni Comparabili

Tali metodi sono utilizzati ampiamente nell'ambito di valutazioni di società, principalmente con finalità di verifica dei risultati conseguiti con altre metodologie. Al riguardo, si ritengono ragionevoli le considerazioni espresse dal Consulente e fatte proprie dagli amministratori di Sanpaolo IMI circa l'utilizzo del metodo. L'analisi di contribuzione non consente stime precise, in quanto, in particolare, non permette di riflettere le prospettive economiche delle Società confrontate, mentre, per quanto concerne il metodo delle operazioni comparabili, esso è stato applicato tenendo conto delle difficoltà di individuazione di operazioni che siano significativamente simili con quella analizzata.

### **VALIDITA' DELLE STIME PRODOTTE**

- **Utilizzo di proiezioni economiche per entrambe le Banche**

Le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI e dal Consulente sono fondate, tra gli altri aspetti, su metodi che utilizzano dati e proiezioni economiche, che derivano dai Piani industriali, con particolare riferimento alle Proiezioni Aggiornate predisposte dalle due Banche e dalle estensioni di tali proiezioni successive al 2009 su base inerziale, predisposte dal Consulente; conseguentemente, la volatilità e l'aleatorietà del mercato potrebbe comportare cambiamenti anche significativi dello scenario di riferimento. Al riguardo, si evidenzia, come già riportato nel paragrafo 5, come l'elaborazione delle Proiezioni Aggiornate sia stata una conseguenza di un processo condiviso tra le due Banche in merito ai criteri e alle principali assunzioni, tale da rendere le proiezioni stesse il più omogeneo possibile.

Tale considerazione risulta pertanto in linea con il principio di coerenza e di comparabilità dei metodi di valutazione applicati da parte del Consulente e degli Amministratori di Sanpaolo IMI per le due Banche.

- **La considerazione in termini valutativi degli eventi successivi all'annuncio della prospettata operazione di fusione**

Nell'applicazione dei metodi valutativi, si evidenzia il fatto che non tutti permettono di riflettere gli eventuali impatti valutativi di eventi successivi alla data di annuncio dell'operazione di fusione. In particolare, il metodo delle Quotazioni di Borsa, a cui è stata data maggiore enfasi nell'ambito della scelta dell'intervallo di rapporti di cambio, non incorpora, in linea di principio, tali eventi, considerando i prezzi successivi al 24 agosto 2006 influenzati dall'annuncio della prospettata operazione di fusione.

Tale circostanza è stata comunque analizzata da parte del Consulente e degli amministratori di Sanpaolo IMI e la relativa problematica è stata superata facendo riferimento ai metodi (i metodi dei Flussi di Dividendi Attualizzati e delle Società Quotate Comparabili) che hanno permesso di considerare i possibili effetti riferibili a tali eventi successivi. In tale prospettiva si evidenzia la considerazione di fondo formulata dal Consulente e dagli amministratori di Sanpaolo IMI, che hanno ritenuto che i metodi applicati debbano essere considerati nel loro complesso e non singolarmente intesi.

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

In aggiunta alle difficoltà ed alle peculiarità delle valutazioni indicate dal Consulente e fatte proprie dagli amministratori di Sanpaolo IMI, riportate nel precedente paragrafo 5 e da noi condivise, abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso in cui attengano a gruppi bancari complessi. A tal riguardo, le differenti caratteristiche di Sanpaolo IMI e di Banca Intesa sono state oggetto di considerazione, tenendo conto, in particolare, dei possibili riflessi, sia in termini di scelta ed applicazione dei metodi di valutazione, sia di analisi richieste dalle specificità delle Banche.

In merito alle principali difficoltà valutative, si evidenziano gli ulteriori aspetti di seguito indicati:

- **Volatilità dei mercati**

Il riferimento a metodologie di valutazione che fanno riferimento all'apprezzamento da parte del mercato delle potenzialità di sviluppo e della redditività di società operanti in determinati settori comporta necessariamente il rischio di scontare nel processo valutativo la naturale volatilità del mercato stesso. Tale limitazione risulta, tuttavia, superata ricorrendo all'utilizzo di medie dei valori di mercato, nonché facendo ricorso all'approccio metodologico complessivo precedentemente illustrato.

- **Limiti insiti nei dati previsionali**

Tenuto conto della natura e complessità della prospettata fusione, desideriamo ribadire che le metodologie di valutazione adottate e, in particolare, quella dell'attualizzazione dei dividendi si basano su previsioni relative agli esercizi futuri che, per loro natura, contengono elementi di incertezza, attesa la particolare sensibilità del settore bancario alle variabili macroeconomiche. Di tale difficoltà si è

tenuto conto, in particolare, in sede di analisi di coerenza comparativa dei dati previsionali e delle relative assunzioni.

- **Complessità delle metodologie applicate e sensibilità dei parametri applicativi**

I metodi di valutazione utilizzati dal Consulente, nonché condivisi e fatti propri dagli amministratori di Sanpaolo IMI, hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, il ricorso ad una pluralità di parametri nell'ambito di differenti scenari valutativi, l'adattamento dei parametri individuati, inclusa l'identificazione di specifici fattori correttivi e la sensibilità dei risultati alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo e l'enfasi attribuita al metodo delle quotazioni di Borsa, circostanze illustrate, in particolare, al precedente paragrafo 8, hanno consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.

## 10 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni del loro Consulente, 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.

Torino, 27 ottobre 2006

PricewaterhouseCoopers SpA



Sergio Duca  
(Revisore contabile)

SANPAOLO IMI SpA  
Via San Francesco d'Assisi, 10  
10121 Torino

Turin, 27th October 2006

For the attention of: Dott. Bruno Picca  
Dott. Carlo Angelini

RE: Auditor's Report Pursuant to Article 2501 series of the Italian Civil Code

In reference to the merger by incorporation of Sanpaolo IMI SpA in Banca Intesa SpA, we would like to confirm that our report does not express an opinion on the fairness of the transaction, the value of security, or the adequacy of consideration to shareholders and therefore the issuance of the report would not impair the auditor's independence under the U.S. independence requirements.



Sergio Duca  
(Partner)

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]