

RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO
REDATTA PER SANPAOLO IMI S.P.A.
DA CITIGROUP

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

Relazione al Consiglio di Amministrazione di Sanpaolo IMI S.p.A.

Relazione Inerente la Determinazione del Rapporto di Cambio ai Fini della
Fusione di Sanpaolo IMI S.p.A. e Banca Intesa S.p.A.

Torino, 12 ottobre 2006

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

Indice

1	Introduzione	2
1.1	Premessa	2
1.2	Società Interessate dalla Fusione	3
1.3	Finalità della Relazione	3
1.4	Descrizione Sintetica dell'Operazione	4
1.5	L'accordo Intesa – Crédit Agricole	4
1.6	Data di Riferimento della Stima	5
1.7	Attività Svolta da Citigroup e Documentazione Utilizzata	5
1.8	Difficoltà e Limitazioni	7
2	Individuazione delle Metodologie di Valutazione	8
2.1	Premesse e Principi di Valutazione	8
2.2	Metodologie di Valutazione Adottate	8
3	Descrizione e Applicazione dei Metodi	10
3.1	Metodo delle Quotazioni di Borsa	10
3.1.1	Descrizione e Applicazione	10
3.2	Metodo dei Prezzi Obiettivo	11
3.2.1	Descrizione e Applicazione del Metodo	11
3.3	Metodi delle Società Quotate Comparabili	11
3.3.1	Descrizione e Applicazione dei Metodi	11
3.4	Analisi Fondamentale: Dividend Discount Model ("DDM")	14
3.4.1	Descrizione e Applicazione del Metodo	14
3.5	Metodo dell'Analisi di Contribuzione	17
3.5.1	Descrizione e Applicazione del Metodo	17
3.6	Metodo delle Operazioni Comparabili	17
3.6.1	Descrizione e Applicazioni del Metodo	17
4	Sintesi delle Valutazioni e Conclusioni	19

1 Introduzione

1.1 Premessa

Il Consiglio di Amministrazione (il “**Consiglio**” o “**CdA**”) di Sanpaolo IMI S.p.A. (“**SPIMI**”) ha conferito in data 20 giugno 2006 (con lettera firmata il 26 luglio 2006) a Citigroup Global Markets Ltd (“**Citigroup**”) un incarico (l’“**Incarico**”) per l’assistenza nella valutazione delle opzioni strategiche di crescita per SPIMI. Nell’ambito dell’Incarico, il Consiglio ha richiesto a Citigroup di fornire assistenza in relazione alla determinazione, da parte del Consiglio stesso, del rapporto di cambio (il “**Rapporto di Cambio**”) relativo alla prospettata operazione di fusione (l’“**Operazione**”) tra SPIMI e Banca Intesa S.p.A. (“**Intesa**”) (SPIMI e Intesa di seguito definite, insieme, le “**Banche**”), nonché di esprimersi sulla congruità del medesimo.

In esecuzione dell’Incarico conferitole, ed in conformità alle istruzioni ricevute, Citigroup ha provveduto a stimare, da un punto di vista finanziario, il Rapporto di Cambio sulla base delle metodologie di seguito illustrate, pervenendo alle conclusioni contenute nella Sezione 4 della presente relazione (“**Relazione**”).

La Relazione è stata predisposta ad uso esclusivo del Consiglio, che ne è l’unico e solo destinatario, a supporto delle decisioni di sua competenza ed al solo scopo di fornire a quest’ultimo indicazioni e riferimenti utili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio nell’ambito dell’Operazione qui descritta. Resta oggetto di valutazione autonoma da parte del Consiglio qualsiasi decisione su come utilizzare le conclusioni a cui Citigroup è giunta nella Relazione stessa. Conseguentemente, ogni scelta e decisione in merito all’individuazione del Rapporto di Cambio resta di esclusiva competenza e responsabilità del Consiglio.

Nessuno ad eccezione dei membri del Consiglio è autorizzato a fare affidamento sulla Relazione e suo contenuto. In particolare, la Relazione non è destinata agli azionisti di SPIMI né intende fornire loro alcuna assistenza o raccomandazione in merito alle determinazioni da assumere nell’Assemblea che sarà chiamata a deliberare l’approvazione dell’Operazione. Del suddetto utilizzo sarà in ogni caso pienamente ed esclusivamente responsabile il Consiglio. La Relazione, pertanto, non potrà essere divulgata, in tutto o in parte, a terzi o utilizzata per scopi diversi da quelli indicati nella Relazione stessa senza il previo accordo e autorizzazione scritta da parte di Citigroup, salvi gli obblighi di pubblicazione derivanti dalla normativa applicabile.

Nel predisporre la Relazione, Citigroup si è avvalsa di informazioni pubbliche e di dati predisposti dal management delle Banche. Citigroup ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute, sia scritte che verbali, senza quindi dar corso ad alcuna verifica indipendente in merito alle stesse. Il Consiglio pertanto prende atto che l’accuratezza delle valutazioni contenute nella presente Relazione dipende imprescindibilmente dalla correttezza, veridicità e completezza delle informazioni sulle quali tali valutazioni si fondano.

Come sopra indicato, Citigroup ha agito in qualità di consulente finanziario del Consiglio di Amministrazione di SPIMI in relazione all’Operazione e sarà remunerata specificamente per tali servizi resi, oltre a ricevere un compenso aggiuntivo legato al completamento dell’Operazione. Resta inoltre inteso che Citigroup e/o talune società affiliate a Citigroup hanno reso in passato e tuttora stanno rendendo a SPIMI e Intesa altri servizi non inerenti l’Incarico, inclusi rapporti di finanziamento, per i quali Citigroup ha ricevuto o si aspetta di ricevere una remunerazione. Citigroup o talune società affiliate a Citigroup nel corso della loro propria attività possono trattare titoli azionari o di debito di SPIMI o Intesa per proprio conto o per conto di propri clienti e di conseguenza avere una posizione lunga o corta su tali titoli in qualsiasi momento.

1.2 Società Interessate dalla Fusione

Le società coinvolte nell'Operazione in qualità di società incorporata e di società incorporante sono rispettivamente:

- ▶ Sanpaolo IMI S.p.A., iscritta all'albo delle banche n. 5084 con sede legale in Piazza San Carlo 156, Torino, capitale sociale interamente versato pari a € 5.399.586.247,68, costituito da 1.590.672.318 azioni ordinarie e 284.184.018 azioni privilegiate del valore nominale di € 2,88 ciascuna; e
- ▶ Banca Intesa S.p.A., iscritta all'albo delle banche n. 5361 con sede legale in Piazza Paolo Ferrari 10, Milano, capitale sociale interamente versato pari a € 3.613.001.195,96, costituito da 6.015.588.662 azioni ordinarie e 932.490.561 azioni di risparmio non convertibili del valore nominale di € 0,52 ciascuna;

Ai fini dell'analisi effettuata nella Relazione, e coerentemente con le indicazioni contenute nell'Accordo (come definito di seguito) e alla luce delle previsioni statutarie di SPIMI (art. 6) che prevede la conversione alla pari delle azioni privilegiate in azioni ordinarie quale automatica conseguenza della loro cessione a terzi, si precisa che le azioni privilegiate di SPIMI sono equiparate alle azioni ordinarie.

Alla data della presente Relazione SPIMI detiene circa 2.365.919 azioni proprie (0,1487% del capitale ordinario).

1.3 Finalità della Relazione

Come illustrato nella Premessa, la presente Relazione ha il solo scopo di fornire al Consiglio indicazioni e riferimenti utili in relazione al Rapporto di Cambio ai fini dell'Operazione. A tal fine, la Relazione illustra le stime di Citigroup circa un intervallo dei rapporti di cambio ritenuto congruo per SPIMI, da un punto di vista finanziario, ai fini della prospettata Operazione. Nessuna rappresentazione e/o valutazione, nemmeno indiretta o implicita, viene invece fornita rispetto all'eventuale congruità del rapporto di cambio per Intesa ed i suoi azionisti.

In quest'ottica, le considerazioni e le stime di valore di seguito riportate sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle Banche, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati. Le considerazioni e le stime contenute nella presente Relazione vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla specifica Operazione in oggetto. Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni in essa contenute, pertanto nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza. Citigroup non assume, inoltre, alcuna responsabilità diretta o indiretta per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo della Relazione e delle informazioni in essa contenute.

Nulla di quanto è rappresentato nella Relazione può o potrà essere ritenuto garanzia o indicazione dei risultati futuri di SPIMI, di Intesa o della società risultante dall'Operazione, ovvero di qualunque società da esse controllata o partecipata, né un'indicazione circa l'andamento dei corsi azionari ai quali i titoli di SPIMI e Intesa, o della società risultante dall'Operazione, potranno essere negoziati sul mercato, né essere considerato rappresentativo di una valutazione assoluta ed a sé stante delle Banche.

1.4 Descrizione Sintetica dell'Operazione

In data 26 agosto 2006, i Consigli di Amministrazione di SPIMI e Intesa hanno approvato e delegato i rispettivi organi a sottoscrivere un Accordo Quadro (l' "Accordo") di natura vincolante tra le Banche. Tale Accordo è stato sottoscritto in data 26 agosto 2006 ed è volto a delineare i punti essenziali di un progetto di integrazione tra le Banche il cui schema attuativo prevede, tra l'altro:

- ▶ La fusione per incorporazione di SPIMI in Intesa;
- ▶ L'emissione di nuove azioni ordinarie di Intesa in cambio di tutte le azioni ordinarie e privilegiate di SPIMI;
- ▶ Il mantenimento della categoria di azioni di risparmio di Intesa;
- ▶ L'adozione di un modello dualistico di governance come descritto nella bozza di Statuto allegata al Progetto di Fusione (come di seguito definito);
- ▶ Una tempistica indicativa che prevede l'approvazione dei progetti di fusione (i "Progetti di Fusione") entro fine ottobre e la convocazione delle Assemblee Straordinarie per il voto sull'Operazione entro fine dicembre;
- ▶ Un rapporto di cambio provvisorio pari a 3,115 azioni ordinarie Intesa di nuova emissione per ogni azione (ordinaria o privilegiata) di SPIMI (il "Rapporto di Cambio Provvisorio");
- ▶ Lo svolgimento di un'attività di due diligence amministrativa, contabile e legale da svolgersi successivamente alla sottoscrizione dell'Accordo entro la scadenza ultima del 30 Settembre 2006;
- ▶ La modifica del Rapporto di Cambio Provvisorio, oltre che per mutuo accordo tra le parti, nelle sole circostanze in cui:
 1. dalla due diligence emergano rilevanti scostamenti dei valori considerati, ovvero fatti, atti o circostanze da cui possa derivare un rilevante effetto negativo sulla situazione o attività delle Banche;
 2. siano effettuate operazioni straordinarie con effetti diluitivi ovvero di modificazione della struttura di capitale.

Per una puntuale descrizione dell'Operazione si rinvia al Progetto di Fusione e alla Relazione degli Amministratori (come definita di seguito) sottoposto per approvazione al Consiglio di SPIMI. Sulla base di quanto indicato dal management di Intesa e SPIMI, Citigroup ha assunto che l'Operazione sia realizzata secondo i termini e le condizioni contenuti nella bozza del Progetto di Fusione consegnata a Citigroup in data 9 ottobre 2006, senza che venga apportata alcuna modifica sostanziale ai termini o ad altre condizioni e previsioni rilevanti contenute nella predetta bozza del Progetto di Fusione. Citigroup ha assunto, inoltre, che tutte le necessarie autorizzazioni (anche regolamentari) siano ottenute senza ritardo, limitazioni, restrizioni o condizioni tali da avere effetti negativi o comunque pregiudizievoli su SPIMI o Intesa o sui potenziali benefici derivanti dall'Operazione. Citigroup ha inoltre assunto, sulla base delle indicazioni fornite da SPIMI, Intesa ed i loro consulenti, che l'Operazione abbia effetti fiscali neutrali per le Banche.

1.5 L'accordo Intesa – Crédit Agricole

In data 11 ottobre 2006, Intesa e Crédit Agricole, azionista di Intesa con una quota pari a 17,84% del capitale votante, hanno stipulato un accordo (l'"Accordo CA") che prevede tra l'altro:

- ▶ La cessione da parte di Intesa a CA delle quote partecipative da essa detenute nel capitale sociale di Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A. (100%) e Banca Popolare Friuladria S.p.A. (76,05%), nonché la cessione da parte di Intesa a CA (e/o ad una o più società che verranno da quest'ultima indicate) di un ramo d'azienda costituito da 193 filiali;
- ▶ La modifica di certi attuali accordi di compravendita di azioni, parasociali e di distribuzione inerenti C.A.A.M. S.G.R. (già Nextra S.G.R.) stipulati in data 24 ottobre 2005 e 22 dicembre 2005 tra CA, C.A.A.M. S.G.R., Intesa e Intesa Holding Asset Management S.p.A.;
- ▶ L'impegno da parte di Intesa e CA a valutare congiuntamente la costituzione di una società pan-Europea di asset management;
- ▶ Qualora Intesa e CA non raggiungano un accordo in merito alla costituzione della predetta società di asset management entro il 31 gennaio 2007, l'impegno a sciogliere gli attuali accordi inerenti C.A.A.M. S.G.R. mediante l'esercizio di un'opzione call (rilasciata da CA a favore di Intesa ed esercitabile dalla data di cessione delle filiali, compresa tra il 1 febbraio e il 31 marzo 2007, al 12 ottobre 2007) o di un'opzione put (rilasciata da Intesa a favore di CA ed esercitabile entro un mese dalla scadenza dell'opzione call) a valere su un complesso di beni e attività rappresentativo del 65% degli interessi di CA in C.A.A.M. S.G.R., da individuarsi successivamente secondo specifici criteri indicati nell'Accordo CA medesimo. In ogni caso, l'Accordo CA prevede che il 65% del suddetto complesso di beni ed attività che costituirà l'oggetto delle opzioni call e put debba essere costituito esclusivamente da beni e attività che già facevano parte delle attività di Nextra S.G.R. alla data in cui il 65% di quest'ultima venne ceduto da Intesa a CA.

Ai fini della presente Relazione Citigroup non esprime alcuna opinione in merito alla congruità dei termini dell'Accordo CA dal punto di vista degli azionisti di SPIMI e Intesa, e nulla di quanto contenuto nella Relazione può o potrà essere ritenuto indicativo di un'opinione in tal senso.

1.6 Data di Riferimento della Stima

La data di riferimento delle valutazioni oggetto di analisi coincide con quella della presente Relazione sulla base dell'assunzione e condizionatamente al fatto che, come rappresentato da SPIMI e Intesa, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni patrimoniali disponibili di cui alla successiva Sezione 1.8 per ciascuna delle Banche e la data della Relazione, non si siano verificati eventi tali da modificare in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle Banche oggetto di analisi. La situazione economica e patrimoniale di riferimento della presente Relazione è quella al 30 giugno 2006. Si è altresì tenuto conto dei fatti di rilievo intervenuti successivamente, di pubblica conoscenza e/o comunicati a Citigroup dalle Banche, come descritto nelle Sezioni 1.5 e 1.8.

1.7 Attività Svolta da Citigroup e Documentazione Utilizzata

Nello svolgimento dell'Incarico e al fine di predisporre la Relazione, Citigroup ha esaminato le bozze del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori ed ha avuto discussioni e colloqui con il management di SPIMI e Intesa in merito all'Operazione ed alle attività, al business ed alle prospettive dei rispettivi gruppi. Citigroup ha inoltre avuto accesso alle bozze dei rapporti scritti prodotti dai consulenti contabili, fiscali, amministrativi e legali di SPIMI e Intesa in merito alle risultanze del lavoro svolto. Citigroup si è avvalsa di dati pubblici disponibili sulle Banche nonché di altre informazioni che sono state rese disponibili anche verbalmente dal management di SPIMI e Intesa ivi incluse, tra l'altro, informazioni relative agli impatti strategici e ai potenziali benefici operativi dell'Operazione. Citigroup ha esaminato i termini finanziari

dell'Operazione come descritti nella bozza di Progetto di Fusione. Citigroup ha inoltre esaminato ulteriori dati finanziari fra cui, tra l'altro, i prezzi ed i volumi storici di mercato per le azioni ordinarie SPIMI e Intesa nel periodo relativo agli scorsi tre anni, i principali dati finanziari ed operativi storici e prospettici nonché la capitalizzazione e situazione finanziaria di SPIMI e Intesa.

Sulla base di informazioni pubbliche disponibili, Citigroup ha considerato i termini finanziari di altre operazioni ritenute comparabili ai fini di una valutazione dei termini finanziari dell'Operazione nonché analizzato altre informazioni finanziarie, di mercato e altre informazioni pubbliche relative alle attività di altre società che Citigroup ha ritenuto rilevanti nel valutare quelle di SPIMI e Intesa. Citigroup ha considerato inoltre alcuni potenziali effetti finanziari stimati dell'Operazione su SPIMI e Intesa. Infine, Citigroup ha svolto ulteriori analisi e valutazioni e tenuto conto di altre informazioni e criteri finanziari, economici e di mercato disponibili che sono stati considerati rilevanti nel quadro dell'Operazione ed ai fini della presente Relazione.

La documentazione utilizzata include:

- ▶ I bilanci certificati, civilistici e consolidati, approvati dagli organi competenti, per gli esercizi 2004 e 2005 per SPIMI, Intesa e le principali società da esse controllate;
- ▶ La relazioni civilistiche e consolidate semestrali al 30 giugno 2006 per SPIMI e Intesa;
- ▶ I piani industriali presentati alla comunità finanziaria (i “**Piani Industriali**”), in particolare:
 - per SPIMI il Piano Industriale presentato il 26 ottobre 2005;
 - per Intesa il Piano Industriale presentato il 13 luglio 2005;
- ▶ L’andamento dei corsi azionari delle Banche su diversi orizzonti temporali;
- ▶ Le pubblicazioni di analisti di ricerca di numerose società di intermediazione finanziaria, sia italiane che estere, in relazione sia a SPIMI che a Intesa disponibili alla data della presente Relazione;
- ▶ I dati finanziari pubblici e le valutazioni di mercato di certe banche italiane ed europee disponibili alla data della presente Relazione che, a parere di Citigroup, sono da considerarsi rilevanti ai fini dell’analisi;
- ▶ I termini di certe recenti operazioni di fusione e acquisizione, sia in Italia che nel resto del mondo, che secondo l’opinione di Citigroup sono comparabili all’Operazione;
- ▶ Il prospetto relativo all’offerta pubblica di acquisto (l’“**OPA BF**”) lanciata da Eurizon S.p.A. (controllata 100% da SPIMI) sul capitale non posseduto di Banca Fideuram S.p.A.;
- ▶ L’Accordo;
- ▶ La bozza di Statuto predisposta per il Consiglio di SPIMI in data 11 ottobre 2006;
- ▶ La bozza del progetto di fusione (“**Progetto di Fusione**”) e della relazione agli amministratori (la “**Relazione degli Amministratori**”) predisposte per il Consiglio di SPIMI in data 11 ottobre 2006;
- ▶ Le proiezioni finanziarie stand-alone inerziali predisposte dal management di SPIMI e Intesa nel contesto dell’Operazione e relative al periodo 2006-2009 (le “**Proiezioni Aggiornate**”);
- ▶ Gli esiti della attività di due diligence svolta da SPIMI su Intesa e contenuti nei rapporti di due diligence (i “**Rapporti DD**”) predisposti dai professionisti di seguito indicati che sono stati incaricati da SPIMI a tal fine:
 - PriceWaterhouseCoopers, in relazione alla due diligence contabile, amministrativa e fiscale di SPIMI e Intesa prodotta in data 9 ottobre 2006;

- Studio legale Benessia e Maccagno, in relazione alla due diligence legale di SPIMI e Intesa prodotta in data 9 ottobre 2006;
- ▶ Gli esiti della attività di due diligence svolta da Intesa su SPIMI secondo quanto riportato dal management di Intesa;
- ▶ Term sheet e bozza della documentazione e delle informazioni, anche finanziarie, di supporto relative all'Accordo CA come fornite dal management di Intesa.

In relazione ai Piani Industriali e alla Proiezioni Aggiornate di cui sopra, Citigroup ha fatto affidamento sul fatto che siano stati predisposti su basi di ragionevolezza e coerenza e che costituiscano le migliori stime ed analisi del management di SPIMI e Intesa in relazione alle prospettive future delle Banche su base stand-alone.

Inoltre, non sono state richieste, né Citigroup ha condotto, valutazioni indipendenti o stime sul valore dell'attivo e del passivo delle Banche.

La presente Relazione è necessariamente basata sulle informazioni generali, finanziarie, economiche e di mercato che sono disponibili e valutabili alla data odierna.

1.8 Difficoltà e Limitazioni

Citigroup ha fatto affidamento sul fatto che la documentazione di cui alla Sezione 1.7 ricevuta rifletta con accuratezza, veridicità e completezza eventuali fattori di rischio in capo alle Banche tra cui quelli derivanti da diritti di terzi, contenzioso in corso o potenziale, ispezioni da parte di Autorità e che non vi siano fatti o atti precedenti o successivi alla data di riferimento ultima di detta documentazione contabile, che possano far sorgere diritti di terzi, contenziosi o altre conseguenze che abbiano un effetto negativo rilevante sulla situazione finanziaria e/o patrimoniale delle Banche.

Le valutazioni e le conclusioni a cui Citigroup è pervenuta vanno interpretate inoltre alla luce dei seguenti limiti e fattori di difficoltà incontrati nello svolgimento delle proprie analisi:

- ▶ Ottica inerziale e potenziale esistenza di elementi di disomogeneità nelle Proiezioni Aggiornate di SPIMI e Intesa;
- ▶ Limitata equiparabilità delle banche utilizzate come campione di società quotate comparabili con le Banche;
- ▶ Limitata documentazione definitiva in relazione all'Accordo CA;
- ▶ Alcune delle metodologie di valutazione per la loro natura non permettono di riflettere certi eventi successivi l'annuncio dell'Operazione;
- ▶ Disomogeneità e dispersione temporale dei prezzi obiettivo (come definiti di seguito);
- ▶ Limitata equiparabilità all'Operazione di altre operazioni simili.

2 Individuazione delle Metodologie di Valutazione

2.1 Premesse e Principi di Valutazione

Le valutazioni presentate nella Relazione sono finalizzate a esprimere una stima comparativa dei valori dei capitali economici di SPIMI e Intesa e sono coerenti ai seguenti principi:

1. **Stime di Valore Relative, Non Assolute:** secondo un principio consolidato nella prassi valutativa è stato privilegiato il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati. Le valutazioni presentate, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere messe a confronto con prezzi di mercato o prezzi di cessione, né possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di alcuna delle società oggetto di analisi.
2. **Ottica Stand-Alone:** richiamando un altro principio della prassi valutativa consolidata per operazioni di fusione, Citigroup ha adottato le metodologie sotto esposte in ipotesi di autonomia operativa di ciascuna delle Banche (ossia, ignorando l'impatto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dall'Operazione).
3. **Significatività dei Prezzi di Mercato:** in generale, i titoli SPIMI e Intesa sono caratterizzati da ampio flottante, elevata liquidità ed estesa copertura di ricerca.
4. **“Fusione fra Uguali”:** in relazione alla tipologia di operazione, essa è stata concepita e strutturata da SPIMI e Intesa come una “Fusione tra Uguali” (merger of equals) e dunque non è stato applicato alcun “Premio di Controllo”. Tale principio trova conferma nei termini dell'Accordo, nella documentazione del Progetto di Fusione e in altri elementi quali, ad esempio, nel peso relativo degli azionisti di riferimento di ciascuna delle due Banche nel capitale votante del gruppo risultante dall'Operazione.

In relazione alla procedura di due diligence amministrativa, contabile e fiscale effettuata sulle Banche ai sensi dell'Accordo e conclusasi il 30 settembre 2006, si rileva che le parti hanno verificato che le risultanze non richiedono, ai sensi dell'Accordo stesso, rettifiche al Rapporto di Cambio Provvisorio.

2.2 Metodologie di Valutazione Adottate

Coerentemente con le finalità della Relazione e in linea con quanto previsto dalla miglior prassi valutativa a livello internazionale per il settore bancario, nella determinazione della stima comparativa del capitale economico delle Banche, Citigroup ha fatto riferimento a molteplici metodologie di valutazione, sia di mercato che analitiche, coerentemente con i principi enunciati alla Sezione 2.1.

Sulla base di tali considerazioni e avuto riguardo alle caratteristiche proprie delle Banche, della tipologia di attività e dei mercati di riferimento in cui le stesse operano, i metodi di valutazione scelti da Citigroup per l'elaborazione della Relazione sono stati i seguenti:

- Metodo delle Quotazioni di Borsa;

- ▶ Metodo dei Prezzi Obiettivo degli analisti finanziari;
- ▶ 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.

Nell’applicazione dei suddetti metodi, Citigroup 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 di eventi successivi la data di annuncio dell’Operazione sono riflessi soltanto nei metodi di valutazione del DDM e delle Società Quotate Comparabili.

Il Consiglio di Amministrazione di SPIMI è stato debitamente informato da Citigroup ed ha pertanto preso atto che le metodologie utilizzate da Citigroup medesima per la predisposizione della presente Relazione sono esclusivamente quelle sopra menzionate, e che le stesse rappresentano le metodologie comunemente utilizzate sul mercato nell’ambito di operazioni aventi caratteristiche simili all’Operazione cui si riferisce la presente Relazione.

3 Descrizione e Applicazione dei Metodi

3.1 Metodo delle Quotazioni di Borsa

3.1.1 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE

Il Metodo delle Quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere a una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate.

Secondo tale metodo, i corsi dei titoli azionari di società quotate, se significativi, rappresentano l'indicatore più affidabile del valore di una società, in quanto in esso sono incorporate tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa, essendo il prezzo espresso sul mercato il risultato di un sistematico processo di arbitraggio degli operatori di mercato che riflette la loro opinione riguardo i profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando:

- ▶ I mercati, in cui i titoli sono scambiati, sono caratterizzati da un alto livello di efficienza;
- ▶ La liquidità dei titoli considerati è elevata;
- ▶ L'orizzonte temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che danno origine a fluttuazioni di breve periodo e/o a tensioni speculative.

Per quanto concerne SPIMI e Intesa, riteniamo che in generale le rispettive azioni ordinarie condividano caratteristiche che ne rendono i corsi (e quindi i rapporti di cambio risultanti) significativi, per le ragioni di seguito illustrate:

1. **Mercati efficienti:** titoli quotati alla Borsa Italiana, il sesto mercato europeo per capitalizzazione di mercato e il quarto per volume di negoziazioni.
2. **Ampio flottante:** al 23 agosto 2006 (ultimo giorno di negoziazione precedente l'annuncio di convocazione dei CdA straordinari di SPIMI e Intesa in relazione all'Operazione), il flottante¹ rispettivo di SPIMI e Intesa aveva un valore di mercato rispettivamente pari a circa €16 miliardi e €15 miliardi, rappresentando una quota del capitale sociale ordinario (e privilegiato per SPIMI) pari a circa 58,2% e 52,4%.
3. **Elevata liquidità:** i titoli di SPIMI e Intesa hanno registrato nel corso dei 12 mesi antecedenti il 23 agosto 2006 un controvalore di scambi giornalieri superiore per entrambi ai €100 milioni, risultando rispettivamente il 7° e 9° titolo più liquido del MIB30.
4. **Estesa copertura di ricerca:** vi sono circa 30 società di intermediazione finanziaria, per la maggior parte internazionali, che pubblicano regolarmente analisi sulle due società.

Nel corso dei tre anni precedenti il 23 agosto, la performance di mercato dei titoli di SPIMI e Intesa è stata significativamente allineata: il differenziale non ha superato il 5,3% (a favore di SPIMI), su un orizzonte temporale di un anno ed è pari al 0,4% (a favore di SPIMI) su un orizzonte di 3 anni.

Ai fini della presente analisi non sono stati considerati i prezzi rilevati dai due titoli successivamente al 23 agosto 2006. Tali prezzi, infatti, si presumono i) non più rappresentativi di valori stand-alone e ii) potenzialmente influenzati da pressioni speculative.

¹ Definito come il totale del capitale escludendo gli azionisti con quote superiori al 2% e/o legati in patti di sindacato.

Ciò premesso, nel procedere all'analisi delle quotazioni di mercato si è fatto ricorso sia alle medie aritmetiche semplici delle quotazioni dei titoli SPIMI e Intesa (prezzi di chiusura), sia ad osservazioni puntuali relativamente a valori minimi e massimi lungo orizzonti temporali predefiniti.

L'intervallo di rapporti di cambio prescelto secondo il metodo delle quotazioni di Borsa è stato selezionato 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 una elevata stabilità nel tempo;
- ▶ Si sono privilegiate 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 (ad esempio, dati al primo trimestre 2006; aggiornamento su operazione Eurizon; OPA BF);
- ▶ L'intervallo minimo-massimo nel mese precedente l'annuncio comprende quasi tutti i valori medi a 3, 6, 12, 24, 36 mesi.

3.2 Metodo dei Prezzi Obiettivo

3.2.1 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE DEL METODO

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" (target price) del titolo di riferimento, che dia un'indicazione quantitativa del valore economico della società e quindi di quello che si ritiene essere il potenziale di apprezzamento sul mercato dello stesso nel medio termine (che prassi vuole calcolato come differenziale tra prezzo obiettivo e valore di mercato corrente).

L'applicazione di questo metodo si traduce pertanto nell'analisi e nel confronto del rapporto tra i prezzi obiettivo indicati per SPIMI e Intesa da parte di intermediari che pubblicano ricerche su entrambe le Banche (gli "Intermediari Finanziari").

Ai fini dell'analisi si sono utilizzati selezionati prezzi obiettivo forniti da Reuters. Resta inteso che, ove possibile, sono stati esclusi dall'analisi i prezzi obiettivo che includessero l'impatto dell'Operazione.

3.3 Metodi delle Società Quotate Comparabili

3.3.1 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE DEI METODI

Il Metodo dei Multipli di Mercato, il Metodo della Retta di Regressione ed il Metodo della Somma delle Parti costituiscono i cosiddetti Metodi delle Società Quotate Comparabili. Secondo tali metodi, consolidati nella prassi valutativa internazionale, il valore di una società è derivato facendo ricorso a parametri valutativi di mercato relativi ad altre società quotate ritenute comparabili a quelle oggetto di valutazione. Ai fini della Relazione sono stati utilizzati i seguenti metodi:

1. Metodo dei Multipli di Mercato

Il Metodo dei Multipli di Mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quelle oggetto di valutazione. Tale metodo si basa sull'assunto generale che in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società riflette le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili futuri ed il grado di rischio ad esso associato.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato si articola nelle seguenti fasi:

- A. Selezione del campione di riferimento;
- B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento;
- C. Identificazione dei rapporti fondamentali (i c.d. multipli) ritenuti significativi e rappresentativi per ciascuna società da valutare;
- D. Determinazione del livello dei parametri prospettici rilevanti delle società rappresentate nel campione e calcolo dei multipli;
- E. Identificazione dell'intervallo di multipli e sua applicazione alla società oggetto di valutazione, determinando un intervallo di valori per la società medesima.

Il grado di affidabilità di questo metodo di valutazione dipende da un appropriato adattamento del metodo stesso alla specifica valutazione in oggetto. Gli aspetti più rilevanti dell'analisi nel caso in questione sono illustrati di seguito.

A. Selezione del campione di riferimento

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quelle oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione. 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.

I titoli delle società prescelte devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Ai fini della presente analisi, si sono selezionati due campioni:

- ▶ Un campione italiano, inclusivo delle maggiori banche italiane, con presenza nazionale o multi-regionale, i cui prezzi presentino caratteristiche di significatività considerate elevate;
- ▶ Un campione europeo, inclusivo delle principali banche europee con caratteristiche ritenute assimilabili a quelle di SPIMI e Intesa;

B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento

Ai fini del calcolo del valore di Borsa delle società inserite nel campione è stato utilizzato l'ultimo prezzo disponibile in data 6 ottobre 2006.

C. Identificazione dei rapporti fondamentali ritenuti significativi

Per ciascuna delle società sopra indicate si è proceduto al calcolo di una serie di rapporti, o multipli, ritenuti significativi per l'analisi secondo tale criterio. La scelta di questi multipli è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore bancario e della prassi di mercato secondo la quale particolare rilevanza è attribuita ai seguenti rapporti:

- ▶ Rapporto Prezzo/Utili Prospettici ("P/U");

► Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto Rettificato (“P/PNR”);

Il PNR è stato calcolato rettificando il patrimonio netto stimato al 30 dicembre 2006 delle società considerate per tenere conto di una serie di poste rettificative, di cui la più importante è la deduzione degli attivi immateriali.

D. Determinazione del livello di utili prospettici delle società rappresentate nel campione

Con riferimento ai dati di utili attesi per il 2006, 2007 e 2008 utilizzati nella presente analisi in relazione alle società incluse nei campioni italiano ed europeo, sono state utilizzate le stime fornite da Thomson Financial espresse del consenso presso gli analisti finanziari (“Consensus”).

In relazione a SPIMI e Intesa sono state utilizzate le Proiezioni Aggiornate, avendone anche osservato la coerenza con le rispettive stime di Consensus.

E. Determinazione dell’intervallo di applicazione dei rapporti precedentemente calcolati

La rilevanza dei rapporti fondamentali calcolati e la scelta dell’intervallo da applicare alle società oggetto della presente Relazione avvengono in base a considerazioni qualitative circa la significatività dei multipli ottenuti e le caratteristiche reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione.

2. Metodo della Retta di Regressione (o Value Map)

Il Metodo della Retta di Regressione stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra redditività prospettica del capitale proprio della società e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto rettificato della stessa. Tale correlazione può essere rappresentata tramite una regressione statistica dei dati riguardanti la redditività (espressa dall’atteso Return on Average Equity o “ROE”) ed il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato per un campione significativo di società comparabili.

Una volta calcolati, i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al ROE prospettico e al patrimonio netto rettificato della società oggetto di stima per derivarne il valore teorico cui sarebbe valutata dal mercato sulla base della correlazione riscontrata.

L’applicazione del Metodo della Retta di Regressione si articola nelle seguenti fasi:

1. selezione del campione di riferimento;
2. determinazione del ROE prospettico e del rapporto P/PNR corrente per le società del campione nell’orizzonte temporale considerato;
3. calcolo della retta di regressione lineare tra ROE e P/PNR; se statisticamente significativi, applicazione dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione del valore economico teorico attribuibile alle società oggetto di analisi.

Similmente a quanto fatto per il Metodo dei Multipli di Mercato, al fine di riflettere le caratteristiche di SPIMI e Intesa, si è utilizzato un campione composto sia da banche quotate italiane che europee. In particolare, per aumentare la significatività statistica della regressione, il campione utilizzato è il combinato del campione italiano e del campione europeo utilizzati per l’applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato.

Il valore economico delle Banche è stato determinato tenendo conto della regressione lineare calcolata secondo la seguente relazione:

$$P/PNR = i + c*ROE$$

Dove:

P/PNR = multiplo da applicare al PNR della società oggetto di valutazione ai fini della determinazione del valore del capitale economico;

i = rappresenta l'intercetta della retta di regressione che interpola i dati oggetto dell'osservazione;

c = rappresenta il coefficiente angolare della retta di regressione;

ROE = rappresenta il ROE della società oggetto di valutazione.

La relazione ottenuta presenta un livello di significatività statistica tanto più soddisfacente quanto più l'indice R^2 (coefficiente di correlazione), che misura la dispersione delle osservazioni intorno alla retta, si avvicina al 100%.

3. Metodo della Somma delle Parti

In base a tale metodo, il valore di una società è definito quale somma dei valori attribuiti singolarmente alle principali aree di business in cui essa opera; dove tale valore è derivato con riferimento a multipli di mercato approssimati in relazione a ciascuna area di business. La sua applicazione prevede l'individuazione delle attività rilevanti (vale a dire le “**Parti**”) e la selezione dei metodi più appropriati per la valutazione di ciascuna Parte.

Il valore economico della società è quindi pari alla somma algebrica delle valutazioni delle singole Parti.

Gli utili prospettici di SPIMI e Intesa per le varie aree di attività nonché l'allocazione implicita del capitale tra le varie aree di business sono ricavati dalle Proiezioni Aggiornate.

I multipli di mercato applicati a Eurizon Financial Group S.p.A. (“Eurizon”) sono stati calcolati prendendo a riferimento i valori mediani di campioni di società quotate operanti nei comparti di attività in cui Eurizon è presente (bancassurance, asset management, promozione finanziaria). Si è dunque utilizzato per ciascun comparto di attività, secondo il suo peso relativo in Eurizon, il valore mediano del multiplo espresso dal campione di società quotate operante in quella particolare attività.

I multipli di mercato applicati all'attività bancaria in Europa dell'Est di Intesa sono costituiti dai valori mediani di un campione di banche quotate attive esclusivamente o prevalentemente nei paesi dell'Europa dell'Est.

I multipli di mercato applicati alle attività residue sono costituiti dai valori mediani di un campione di banche quotate attive prevalentemente in Italia.

3.4 Analisi Fondamentale: Dividend Discount Model (“DDM”)

3.4.1 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE DEL METODO

Il metodo dei flussi di dividendi attualizzati (il *Dividend Discount Model* o “DDM”) si fonda sul principio che il valore economico di una società sia pari alla somma:

1. del valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro per i propri azionisti, e pari al flusso dei dividendi potenzialmente distribuibili, in un orizzonte temporale di previsione analitica e in coerenza con un livello di patrimonializzazione considerato adeguato; e
2. del valore attuale del Valore Terminale (VT), ovverosia il valore economico della società dopo l'orizzonte temporale di previsione analitica (in ipotesi di crescita perpetua costante dei flussi di dividendo).

L'approccio adottato, quindi, prescinde dalle politiche di distribuzione degli utili effettivamente previste o adottate dalle società oggetto di valutazione.

Il valore economico di una società secondo il metodo del DDM è stimato attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} + \frac{VT}{(1+k_e)^n}$$

con

$$VT = \frac{Div_n \times (1+g)}{(k_e - g)}$$

Dove:

VE = Valore Economico della società;

VT = Valore Terminale, pari al valore della società nell'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica dei flussi di dividendo;

Div_t = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t del periodo di previsione analitica;

Div_n = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica (anno n);

n = numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo;

k_e = tasso di sconto, pari al costo del capitale (cost of equity) della società;

g = tasso di crescita dei flussi di dividendo oltre il periodo di previsione analitica.

Nell'applicazione del DDM sono identificabili le seguenti fasi:

- A. Previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;
- B. Determinazione del tasso di sconto k_e e del tasso di crescita g;
- C. Calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica e calcolo sintetico del Valore Terminale;
- D. Sviluppo di scenari alternativi, quali *stress test* del modello di valutazione (analisi di sensitività).

- A. Previsione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale di previsione analitica

Ai fini questa valutazione, si è ipotizzato quale intervallo temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo il periodo 2006-2015, oltre al quale il valore delle Banche è stato calcolato sinteticamente tramite il Valore Terminale.

La stima analitica dei dati di conto economico e stato patrimoniale per gli anni 2006-2009 è basata sulle Proiezioni Aggiornate, avendone verificato la coerenza con le stime Consensus di intermediari finanziari selezionati sulla base della data di pubblicazione dell'ultima ricerca e delle comparabilità dei dati presentati. Per gli anni 2010-2015 sono state invece sviluppate ipotesi di crescita c.d. inerziale coerenti con il profilo finanziario e operativo delle Banche e con le aspettative di crescita del mercato.

La stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo 2006 – 2015 è stata effettuata nell'ipotesi che le Banche mantengano un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportarne lo sviluppo futuro e coerente con gli obiettivi di medio termine contenuti nei rispettivi Piani Industriali, identificato in un rapporto patrimonio di base core su attività ponderate pari al 7% (core Tier I ratio).

B. Determinazione del tasso di sconto k_e e del tasso di crescita g

Il tasso di sconto dei flussi di dividendo corrisponde al rendimento richiesto che investitori razionali richiederebbero per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile. Esso rappresenta, dunque, il rendimento atteso del capitale di rischio proprio delle Banche (costo del capitale o *cost of equity*).

Coerentemente con la prassi valutativa, tale tasso è stato calcolato utilizzando il modello del Capital Asset Pricing (“CAPM”). Secondo il CAPM, il costo del capitale è determinato come dalla seguente formula:

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

Dove:

r_f = tasso di rendimento di un investimento privo di rischio (*risk free*). Tenuto conto dell'intervallo temporale di riferimento, è stato assunto quale tasso privo di rischio il rendimento *benchmark* di titoli di stato italiani con scadenza decennale;

$(r_m - r_f)$ = il c.d. premio che un investitore razionale richiede in caso di investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (*risk premium*). Tale premio al rischio è stato stimato – sulla base di serie storiche di lungo periodo – pari al 5,0%;

β = coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo del titolo della società oggetto di analisi e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (*beta* o β). Il β misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato.

C. Calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica e del Valore Terminale

I flussi di dividendo analiticamente determinati nell'intervallo temporale 2006-2015 sono stati attualizzati utilizzando come tasso di sconto il costo del capitale delle due Banche così determinato.

Il Valore Terminale è stato calcolato applicando al flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica la formula della rendita perpetua crescente secondo il fattore di crescita g .

D. Analisi di Sensitività

Il rapporto di cambio determinato applicando il DDM è stato sottoposto a numerose analisi di sensitività al fine di valutare l'impatto sullo stesso di, tra l'altro: variazioni di

ipotesi relative al costo del capitale k_e e al tasso di crescita g , variazioni di scenari di sviluppo e ipotesi di omogeneizzazione di livelli di rischiosità dell'attivo.

Il metodo in oggetto prevede la stima dei flussi di dividendi oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica dei piani delle Banche. Si noti che tale esercizio, necessario al fine di stimare il Valore Terminale, comporta un certo grado di soggettività.

3.5 Metodo dell'Analisi di Contribuzione

3.5.1 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE DEL METODO

Il Metodo della Analisi di Contribuzione consiste nel determinare, attraverso il confronto tra grandezze aziendali, il peso relativo delle banche che si integrano rispetto ai valori complessivi risultanti dalla fusione. Il metodo qui utilizzato non determina valori assoluti, ma rapporti rappresentativi della contribuzione di ciascuna banca rispetto alla combinazione unitaria risultante dalla fusione. Questa metodologia è da considerarsi solamente uno strumento di controllo della dimensione relativa delle Banche.

La rappresentatività dell'Analisi di Contribuzione dipende dall'individuazione di grandezze significative con riguardo alle aziende bancarie che procedono all'integrazione. I criteri di scelta per le medesime sono principalmente riferibili a profili strategicamente rilevanti, sia in termini dimensionali sia nella prospettiva di produzione di flussi reddituali.

In particolare, in relazione alle Banche, sono state selezionate le seguenti grandezze al 30 giugno 2006:

- ▶ Margine di intermediazione;
- ▶ Raccolta diretta;
- ▶ Crediti verso clientela;
- ▶ Core tier 1;
- ▶ Totale attività;
- ▶ Attivo ponderato;
- ▶ Patrimonio netto.

In termini applicativi, per ciascuna delle grandezze selezionate si è proceduto a definire il contributo percentuale di ciascuna delle Banche interessate al processo aggregativo. Il peso relativo di Intesa è stato inoltre normalizzato per tenere conto del pro quota relativo alle azioni ordinarie.

3.6 Metodo delle Operazioni Comparabili

3.6.1 DESCRIZIONE E APPLICAZIONI DEL METODO

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 all'Operazione oggetto di analisi.

Come descritto la natura dell'Operazione è quella di Fusione tra Eguali tra società ad elevata capitalizzazione di mercato. Al fine di definire il campione di riferimento comparabile sono state analizzate oltre 80 operazioni di fusione ed acquisizione tra società di dimensioni simili a SPIMI e Intesa in tutti i settori, in Europa e negli Stati Uniti, negli ultimi 10 anni, selezionando quelle ritenute comparabili all'Operazione in base ai seguenti criteri:

- ▶ Dimensione dell'entità combinata risultante maggiore di US\$ 10 miliardi, sulla base del valore di mercato al momento dell'annuncio;
- ▶ Dimensione relativa delle controparti pari a ~60%/40%² o più prossima, sulla base del valore di mercato al momento dell'annuncio;
- ▶ Operazioni amichevoli;
- ▶ Operazioni realizzate sotto forma di fusione, 100% per azioni;
- ▶ Esclusione dei casi in cui una delle controparti versava in difficoltà operative o finanziarie;
- ▶ Governance condivisa dell'entità combinata.

² Il criterio della dimensione relativa è stato rilassato per includere Santander-BCH e BBV-Argentaria che sono le uniche transazioni nel settore bancario in Europa che rispondono a tutti gli altri criteri.

4 Sintesi delle Valutazioni e Conclusioni

Ferme restando le considerazioni e limitazioni evidenziate nel corso della Relazione e sulla base delle analisi effettuate secondo i metodi descritti nella Sezione 3 della presente Relazione, siamo pervenuti ai seguenti risultati in relazione agli intervalli del rapporto di cambio espresso in termini di azioni ordinarie Intesa di nuova emissione per ogni azione ordinaria o privilegiata di SPIMI.

Sintesi dei Risultati

	SPIMI		Intesa		Rapporto di Cambio	
	Capitale economico ⁽¹⁾		Capitale economico ⁽²⁾		Minimo	Massimo
<i>(€ in milioni, eccetto per il rapporto di cambio)</i>	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
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.

Pertanto, sulla base dei risultati sopra riportati, siamo pervenuti all'individuazione del seguente intervallo di cambio:

- ▶ 3,072 – 3,158 azioni ordinarie Intesa di nuova emissione per ogni azione ordinaria o privilegiata di SPIMI.

Nell'ambito e nei limiti di quanto sopra illustrato, sulla base della nostra esperienza riteniamo dunque congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti di SPIMI, alla data odierna, il seguente valore puntuale del rapporto di cambio:

- ▶ 3,115 azioni ordinarie Intesa di nuova emissione per ogni azione ordinaria o privilegiata di SPIMI.

Torino, 12 ottobre 2006

CITIGROUP GLOBAL MARKETS LTD



[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]