

**RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
DI FINANZIARIA B.T.B. S.P.A.
SULLA FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
BANCO EMILIANO ROMAGNOLO S.P.A. E FINANZIARIA B.T.B. S.P.A.
IN INTESA SANPAOLO S.P.A.**



RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI FINANZIARIA FIN B.T.B. S.P.A. SUL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI BANCO EMILIANO ROMAGNOLO S.P.A. E FINANZIARIA B.T.B. S.P.A. IN INTESA SANPAOLO S.P.A. REDATTA AI SENSI DELL'ART. 2501-QUINQUIES COD. CIV.

La presente relazione, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies cod. civ., descrive l'operazione di fusione per incorporazione (di seguito la "**Fusione**") di Banco Emiliano Romagnolo S.p.A. ("**BER**") e Finanziaria B.T.B. S.p.A. ("**FIN BTB**" e, insieme a BER, le "**Società Incorporate**"), in Intesa Sanpaolo S.p.A. (di seguito anche "**Intesa Sanpaolo**", "**ISP**" o la "**Società Incorporante**").

L'integrazione proposta è volta a una semplificazione del portafoglio partecipativo di controllo di Intesa Sanpaolo, tramite l'incorporazione di società (controllate in misura superiore al 99% e prive di dipendenti) con attività suscettibili di una migliore valorizzazione attraverso l'integrazione con altre strutture del Gruppo ovvero che hanno perso l'originaria valenza industriale o svolgono attività residuale. E ciò nell'obiettivo di beneficiare di economie di costo e al contempo ricondurre in ISP, via concambio, gli azionisti terzi presenti nel capitale delle Società Incorporate (gli "**Azionisti di Minoranza**").

La Fusione è subordinata al rilascio delle richieste autorizzazioni da parte della Banca d'Italia ai sensi degli artt. 56 e 57 del D. Lgs. 1.9.1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di seguito "**TUB**").

Le motivazioni di convenienza e le modalità realizzative dell'operazione sono, di seguito, più diffusamente illustrate.

1. LE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

INTESA SANPAOLO S.P.A. E IL RELATIVO GRUPPO

Il Gruppo Intesa Sanpaolo è il maggiore gruppo bancario in Italia, con 10,8 milioni di clienti e 5.600 filiali, ed uno dei principali in Europa.

Intesa Sanpaolo nasce il 1° gennaio 2007 dalla fusione di Sanpaolo IMI in Banca Intesa, banche che hanno giocato un ruolo da protagonista nel processo di consolidamento del sistema bancario italiano divenendo due dei maggiori gruppi a livello nazionale.

Il Gruppo Intesa Sanpaolo è il leader italiano nelle attività finanziarie per famiglie ed imprese, in particolare nell'intermediazione bancaria (con una quota del 16% dei prestiti e del 17% dei depositi), nella bancassicurazione (19%), nei fondi pensione (23%), nel risparmio gestito (25%) e nel factoring (33%).

Inoltre il Gruppo con una copertura strategica del territorio tramite le sue controllate locali si colloca tra i principali gruppi bancari in diversi Paesi del Centro-Est Europa e nel Medio Oriente e Nord Africa dove serve 8,3 milioni di clienti attraverso una rete di circa 1.600 filiali: è al primo posto in Serbia, al secondo in Croazia e Slovacchia, al terzo in Albania, al quinto in Bosnia-Erzegovina, Egitto e Ungheria, all'ottavo in Slovenia.

Al 31 marzo 2012, il Gruppo Intesa Sanpaolo presenta un totale attivo di 652.630 milioni di euro, crediti verso clientela per 378.050 milioni di euro, raccolta diretta bancaria di 371.555 milioni di euro e raccolta diretta assicurativa e riserve tecniche di 77.003 milioni di euro.

L'attività del Gruppo si articola in cinque business units:

- Banca dei Territori - questa divisione, che include le banche controllate italiane, si basa su un modello che prevede il mantenimento e la valorizzazione dei marchi regionali, il potenziamento del presidio commerciale locale e il rafforzamento delle relazioni con gli individui, le piccole imprese e i professionisti, le PMI e gli enti nonprofit. Il private banking, la bancassicurazione e il credito industriale rientrano tra le attività di questa Divisione.
- Corporate e Investment Banking - questa divisione ha come mission il supporto ad uno sviluppo equilibrato e sostenibile delle imprese e delle istituzioni finanziarie in un'ottica di medio/lungo termine, su basi nazionali ed internazionali, proponendosi come "partner globale", con una profonda comprensione delle strategie aziendali e con un'offerta completa di servizi. La Divisione include le attività di M&A, finanza strutturata e capital markets (svolte tramite Banca IMI), nonché di leasing, factoring e merchant banking ed è presente in 29 Paesi a supporto dell'attività cross-border dei suoi clienti con una rete specializzata costituita da filiali, uffici di rappresentanza e controllate che svolgono attività di corporate banking. La Divisione è attiva nel settore del Public Finance con la controllata Banca Infrastrutture Innovazione e Sviluppo, che opera come partner globale per la pubblica amministrazione, le public utilities e la realizzazione delle infrastrutture con team specialistici di prodotto e una rete territoriale dedicata.
- Banche Estere - questa divisione include le controllate che svolgono attività di retail e commercial banking nei seguenti Paesi: Albania (Intesa Sanpaolo Bank Albania), Bosnia-Erzegovina (Intesa Sanpaolo Banka Bosna i Hercegovina), Croazia (Privredna Banka Zagreb), Egitto (Bank of Alexandria), Federazione Russa (Banca Intesa), Repubblica Ceca (la filiale di Praga della VUB Banka), Romania (Intesa Sanpaolo Bank Romania e Banca CR Firenze Romania), Serbia (Banca Intesa Beograd), Slovacchia (VUB Banka), Slovenia (Banka Koper), Ucraina (Pravex-Bank) e Ungheria (CIB Bank).
- Eurizon Capital è la società leader in Italia nel settore dell'asset management, con circa 137 miliardi di euro di risparmio gestito.
- Banca Fideuram è la prima rete di promotori finanziari in Italia con 4.922 private banker e 97 filiali sul territorio nazionale.

BANCO EMILIANO ROMAGNOLO S.P.A.

La società ha sede in Bologna, Via Farini 17, Capitale Sociale Euro 12.121.877,922 Registro delle Imprese di Bologna, Codice Fiscale e Partita IVA 01973701202, iscritta all'Albo delle Banche, appartenente al gruppo bancario "Intesa Sanpaolo", iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari Direzione, e soggetta all'attività di Direzione e Coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia,

BER è una banca monosportello operante in Bologna.

Nel 2009 BER è stata posta in amministrazione straordinaria (con Decreto dell'8 luglio 2009 emanato, su proposta della Banca d'Italia, dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, che ha disposto lo scioglimento dei relativi organi di amministrazione e di controllo ai sensi dell'art. 70 del TUB), a seguito di un'ispezione dall'esito sostanzialmente sfavorevole con riferimento a tutti i profili operativi (patrimonio, liquidità, redditività, organizzazione, impieghi, raccolta da clienti ed intermediazione finanziaria) nonché al sistema di controllo interno; la situazione patrimoniale di BER, oggetto di progressivo deterioramento a seguito delle significative svalutazioni di crediti iscritte già a partire dal bilancio 2008, aveva infatti comportato la diminuzione del Patrimonio di Vigilanza sotto i limiti previsti dalla normativa, rendendo quindi necessario l'avvio delle attività finalizzate ad un aumento di capitale sociale di €8,85 milioni, conclusesi in data 29 giugno 2009 con l'integrale sottoscrizione da parte dei soci.

A seguito di un accordo di investimento stipulato tra ISP e i Commissari straordinari di BER nel gennaio 2011, ISP ne ha acquisito il controllo (99,97%), attraverso un aumento di capitale di complessivi € 26 mln, conclusosi nel luglio 2011; il restante 0,03% di BER fa capo a soci privati. La procedura si è conclusa con l'Assemblea del 29 luglio, che ha altresì nominato i nuovi Organi sociali.

Nel 2011 ISP ha dunque acquisito il controllo di BER e, una volta conclusa l'amministrazione straordinaria (29 luglio 2011), BER è entrata nel Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (1° agosto 2011).

L'organico di BER a fine 2011 era composto da 29 risorse, tutte distaccate da società del Gruppo Intesa Sanpaolo e dedicate alla gestione della normale operatività bancaria.

Nell'ambito dell'attuale operatività della BER è stato individuato un ramo di attività afferente l'operatività bancaria (il "**Ramo Operativo**") che si ritiene opportuno trasferire, in ottica di assicurare la continuità territoriale dell'attività bancaria alla Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A. (controllata al 100% da Intesa Sanpaolo) e nel rispetto del modello di Banca dei Territori adottato dal Gruppo Intesa Sanpaolo.

Tale Ramo Operativo sarà conferito alla Cassa di Risparmio in Bologna successivamente all'incorporazione della BER in Intesa Sanpaolo. Per effetto di questa operazione nell'Incorporante residueranno le attività e passività prevalentemente riferite a crediti in sofferenza e ad un prestito obbligazionario emesso da BER in sede di ristrutturazione dei propri debiti.

FINANZIARIA B.T.B. S.P.A.

La società ha sede in Trento, Via Grazioli 25, capitale sociale sottoscritto e versato di Euro 56.832.921,60, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Trento 01495170225, appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo.

FIN BTB è stata acquistata nel 1995 dal Banco Ambrosiano Veneto per assumere il controllo di Banca di Trento e Bolzano, di cui FIN BTB detiene ora il pacchetto di maggioranza (54,7%). Un ulteriore 23,3 % del capitale fa capo a ISP, mentre la rimanente parte fa capo a soci terzi.

Attualmente FIN BTB ha esaurito la sua missione di holding di partecipazioni e svolge attività residuale.

2. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E DELLE MOTIVAZIONI DELLA STESSA

Come si è detto, la Fusione proposta persegue obiettivi di razionalizzazione, sia sotto un profilo gestionale che economico e operativo consentendo di risparmiare, a livello consolidato, i costi legati al funzionamento e all'amministrazione delle società.

3. DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

3.1 PREMESSA

Al fine di supportare il Consiglio di Gestione di ISP e i Consigli di Amministrazione delle Società Incorporate nella determinazione dei valori economici delle società, e pertanto dei rapporti di concambio ai fini della determinazione del numero delle azioni ordinarie di ISP da emettere a servizio della Fusione ai soci di minoranza di BER e FIN BTB, le società partecipanti alla fusione

si sono avvalse di un apposito parere rilasciato da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. in qualità di *advisor* indipendente (di seguito "Advisor" o "PWC").

L'Advisor ha effettuato una valutazione relativa di ISP e delle Società Incorporate sulla base di metodologie valutative coerenti tra loro e ritenute appropriate al caso specifico nell'ambito delle metodologie comunemente accettate dalla prassi e dalla dottrina professionale e ritenute idonee a rappresentare le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie delle società coinvolte. Le finalità della valutazione effettuata dall'Advisor sono esclusivamente quelle di esprimere valorizzazioni relative attribuibili alle società, funzionali alla determinazione di un intervallo di rapporti di cambio tra le azioni ISP e le azioni delle Società Incorporate.

L'Advisor ha inoltre espresso una valutazione in termini assoluti in relazione alla determinazione del corrispettivo da offrire ai soci di FIN BTB e BER Banca in caso di esercizio del diritto di vendita, determinazione utilizzata – limitatamente a FIN BTB – anche ai fini della determinazione del prezzo delle azioni nell'ipotesi di esercizio del diritto di recesso, essendo stato tale prezzo determinato in conformità ai disposti dell'art. 2437 ter cod. civ.

3.2 APPROCCIO VALUTATIVO

Per la stima dei valori economici relativi della Società Incorporante e delle Società Incorporate, l'Advisor si è avvalso di metodologie fondamentali, i cui range di valori sono stati verificati, quando possibile, con metodi di controllo di tipo comparativo.

In ragione della finalità di identificare valori comparabili delle entità coinvolte nella fusione, non si è ritenuto opportuno fare riferimento alle quotazioni di borsa di ISP ed alle indicazioni di prezzo *target* fornite dagli analisti, in considerazione del fatto che, non essendo FIN BTB e BER società quotate, le medesime informazioni non sono disponibili per le due società oggetto di valutazione.

Allo stesso modo PWC non ha ritenuto opportuno fare riferimento ai prezzi di scambio del titolo BTB in considerazione dei ridotti volumi di negoziazione. Pertanto, la scelta è ricaduta su metodologie che consentissero di identificare valori comparabili per le due società, quali, il Dividend Discount Model nella variante dell'Excess Capital (DDM) ed il metodo dei multipli di Borsa.

PWC ha stimato il valore economico di ISP applicando come metodo principale il DDM (sulla base di previsioni di consensus) e come metodo di controllo i multipli di Borsa (P/TBV).

Il valore così ottenuto con il metodo del DDM è in linea con il valore patrimoniale di ISP al 31 dicembre 2011 comprensivo dell'avviamento e degli intangibles residui post Impairment Test eseguito nel bilancio del relativo esercizio.

Il valore economico complessivo di FIN BTB e di BER è stato ottenuto come somma delle parti (Sum of Parts). Con maggior dettaglio il valore economico di:

- FIN BTB è stato stimato valorizzando la controllata BTB sulla base del DDM e del P/TBV, e sottraendo il valore attuale dei costi di holding (spese amministrative) al netto del beneficio fiscale;
- BER è stato determinato sommando al valore economico del Ramo Operativo, che sarà oggetto, successivamente alla fusione, di scorporo a favore della Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A., determinato con il metodo del DDM, il valore economico del ramo residuale allo scorporo, costituito dai crediti in sofferenze e dal prestito obbligazionario frutto dell'accordo di ristrutturazione con le banche creditrici, stimato con il Metodo Patrimoniale semplice.

Riepilogo delle metodologie adottate:

Società	Metodologia
ISP	Metodo principale: Dividend Discount Model (nella variante dell' Excess Capital); metodo di controllo: multipli di Borsa (P/TBV)
FIN BTB	Metodo principale: Sum of Parts (DDM su BTB al netto costi holding); metodo di controllo: Sum of Parts (multipli di Borsa su BTB al netto costi holding)
BER	Metodo principale (Sum of Parts)

3.3 DESCRIZIONE DELLE METODOLOGIE

DIVIDEND DISCOUNT MODEL NELLA VARIANTE DELL' "EXCESS CAPITAL"

Il DDM rappresenta una variante del metodo dei flussi di cassa. In particolare, tale metodo, nella variante dell' "ExcessCapital", stabilisce che il valore economico di una banca è dato dal valore attuale netto di un flusso di dividendi determinato sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali minimi imposti dall' Autorità di Vigilanza.

Sulla base di tale metodo, il valore economico di una banca è pari alla somma di:

- Valore attuale dei flussi di cassa (i.e. dividendi) futuri generati nell' orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti sulla base di un business plan pluriennale, mantenendo un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a consentire lo sviluppo futuro;

- Valore attuale del valore terminale, calcolato considerando il flusso di cassa (i.e. dividendo) dell' ultimo anno di previsione esplicita, il costo dei mezzi propri ed il tasso di crescita perpetuo.

L' applicazione del DDM si articola nelle seguenti fasi:

- Identificazione dei flussi economici futuri e dell' arco temporale di riferimento;

- Determinazione del tasso di crescita perpetua e del tasso di attualizzazione (di seguito, anche "Ke"): il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM") secondo la formula usualmente utilizzata¹;

- Calcolo del valore terminale, che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa teoricamente distribuibili agli azionisti nel lungo termine, oltre il periodo di previsione esplicita.

METODO SUM OF PARTS

Il Metodo Sum of Parts, usato nella stima delle società multibusiness, consiste nella valorizzazione distinta delle componenti dell' azienda con le metodologie che più si addicono alle stesse. Tale metodo assume come punto di partenza il patrimonio netto di bilancio così come

¹ $Ke = Rf + Beta * (Rm - Rf)$ dove: Rf = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio; Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un' azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato); Rm - Rf = premio per il rischio richiesto dal mercato

espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci. Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate delle rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili, per recepire la plusvalenza emergente su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale) e per tener conto, se applicabile, dei c.d. costi di holding.

METODO PATRIMONIALE SEMPLICE

Il Metodo Patrimoniale Semplice si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi. Tale metodo assume, come punto di partenza, il patrimonio netto contabile di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto contabile viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci. Al patrimonio netto contabile vengono apportate rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili, necessarie per recepire la plusvalenza/minusvalenza emergente su specifiche poste dell'attivo.

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, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

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

Sulla base delle caratteristiche proprie del settore creditizio e della prassi di mercato l'Advisor ha scelto il moltiplicatore: prezzo/patrimonio netto tangibile ("P/TBV") relativo al periodo 2011-2014.

3.4 PRINCIPALI ASSUNZIONI

Poiché il mutato contesto di mercato rende necessario un adeguamento del Piano d'impresa Intesa Sanpaolo al nuovo contesto esterno, l'Advisor, ai fini dell'applicazione del DDM alla Società Incorporante e alle Società Incorporate ha elaborato proprie proiezioni economico finanziarie pluriennali 2012 – 2019 partendo dai dati storici e con il duplice scopo di i) individuare un reddito netto di equilibrio di lungo periodo e ii) riflettere l'ingresso del Nuovo Accordo di Basilea sul capitale regolamentare; in particolare:

- per il periodo 2012 – 2015 si è fatto riferimento alle stime degli analisti tratte dagli ultimi studi prodotti dalle case di investimento riguardanti il Gruppo ISP;
- oltre il 2015, alla luce del fatto che lo scenario macroeconomico assunto a fondamento delle previsioni economiche elaborate dagli analisti prevede solo una parziale ripresa del contesto di mercato, si è previsto un andamento delle principali grandezze economiche e patrimoniali funzionali al raggiungimento di una redditività dei mezzi propri sostenibile nel lungo periodo. Relativamente al Ramo operativo di BER, tornata alla gestione ordinaria da agosto 2011, dopo un periodo di amministrazione straordinaria di oltre 30 mesi, si è ipotizzata una progressiva normalizzazione del *cost of risk* e del *cost income ratio* di partenza.

I principali parametri utilizzati:

- Costo del capitale di rischio (Ke): 9,42% per BTB e BER, 11% per ISP
- Tasso di crescita di lungo periodo (g): 2%

- Minimum Regulatory Tier 1 ratio target: 8,5% per BTB e BER (a regime dal 2019), 10,5% per ISP (a regime dalla fine di dicembre 2011)
- Minimum Regulatory Tier 2 ratio: 2%.
- Premio per il rischio richiesto dal mercato: 5%

I valori economici ottenuti sono stati assoggettati ad analisi di sensitivity in relazione a variazioni del costo del capitale di rischio e del tasso di crescita di lungo periodo +/- 0,25%.

I costi di holding di FIN BTB sono stati attualizzati al Ke utilizzato per BTB (9,42%).

3.5 STIMA DEI VALORI ECONOMICI E DEL CONCAMBIO

Il processo valutativo ha portato a determinare i seguenti valori economici per le società coinvolte (€ per azione).

Valori economici p.a. €	Metodo principale DDM		
	min	medio	max
Intesa Sanpaolo	2,788	2,894	3,012
BER		0,942	
FIN BTB	0,846	0,889	0,937

fonte: analisi PWC CF

In considerazione delle premesse evidenziate e sulla base dei valori derivanti dal metodo principale sopra individuati, l'Advisor ha definito il seguente intervallo di valori per il rapporto di cambio:

metodo	range rapporto di cambio Metodo principale	Metodo di controllo	rapporto di cambio
ISP - BER	0,313-0,338	-	0,33
ISP-FIN BTB	0,28-0,34	0,27-0,36	0,31

In relazione a FIN BTB, il limite inferiore del rapporto di cambio è stato ottenuto rapportando il valore economico per azione minimo della Società Incorporata al valore economico massimo per azione della Società Incorporante. Viceversa il limite superiore del rapporto di cambio è stato ottenuto rapportando il valore economico per azione massimo della Società Incorporata al valore economico per azione minimo della Società Incorporante. Per quanto riguarda BER, l'intervallo del rapporto di cambio è stato determinato rapportando il valore economico per azione dell'Incorporata al valore economico per azione massimo e minimo dell'Incorporante.

Il rapporto di cambio è il valore centrale del range del rapporto di cambio come sopra determinato.

3.6 DIFFICOLTÀ RILEVATE IN SEDE DI VALUTAZIONE

L'analisi del valore economico delle società e del Ramo Operativo e le conclusioni alle quali l'Advisor è giunto devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso delle analisi:

- mancanza di previsioni economico-patrimoniali aggiornate di ISP, FIN BTB e BER. Tale difficoltà è stata superata dall'Advisor sviluppando, in accordo con il management, proiezioni per le Società basate sui *brokers' report* di ISP;

- uso di dati previsionali per le metodologie di valutazione. I dati prospettici contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Tale limitazione è stata mitigata mediante lo sviluppo, da parte dell'Advisor, di analisi di sensitività;
- complessità della metodologia e discrezionalità nella scelta di alcuni parametri di valutazione. I metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di metodologie articolate e complesse che ha comportato la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. L'approccio metodologico complessivo, insieme allo sviluppo di analisi di sensitività da parte dell'Advisor per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire dettagliatamente questa peculiarità valutativa.

3.7 DEFINIZIONE DEL CONCAMBIO

Il Consiglio di Gestione di ISP ha condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative espresse dall'Advisor incaricato, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti.

Il Consiglio di Gestione di ISP ha dunque individuato il valore di concambio puntuale come il valore medio dell'intervallo di cambio indicato dall'advisor e meglio indicato nel successivo paragrafo.

3.8 MODALITÀ DEL CONCAMBIO

La Fusione si realizza ai sensi di quanto disposto dall'art. 2501 cod. civ. per incorporazione contestuale di BER e FIN BTB in ISP, con emissione di:

- a) n. 0,33 azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo del valore nominale unitario di Euro 0,52 per ogni azione ordinaria di BER detenuta dagli azionisti diversi dalla Società Incorporante. Si precisa, al riguardo, sin d'ora che, in caso di esercizio del diritto di vendita ex art. 2505 bis, comma 1, da parte di detti azionisti, le azioni oggetto di vendita saranno acquistate da Intesa Sanpaolo e saranno pertanto annullate senza concambio;
- b) n. 0,31 azioni ordinarie di Intesa Sanpaolo del valore nominale unitario di Euro 0,52 per ogni azione ordinaria di FIN BTB detenuta dagli azionisti diversi dalla Società Incorporante. Si precisa, al riguardo, sin d'ora che, in caso di esercizio del diritto di vendita ex art. 2505 bis, comma 1, cod. civ. o del diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, cod. civ., da parte di detti azionisti, le azioni oggetto di vendita o di recesso saranno acquistate – nel rispetto, per quanto riguarda il recesso, dell'art. 2437 quater cod. civ. – da Intesa Sanpaolo e saranno pertanto annullate senza concambio;

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

4. MODIFICHE DELLO STATUTO DELLA SOCIETÀ INCORPORANTE

In conseguenza della fusione la Società Incorporante aumenterà il capitale sociale di massimi Euro 127.197,2, mediante l'emissione di massime n. 244.610 azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 0,52, il tutto a servizio del concambio stabilito per l'incorporazione di BER e FIN BTB di cui al precedente paragrafo.

In particolare:

- in dipendenza dell'incorporazione di BER, il capitale sociale di Intesa Sanpaolo aumenterà di massimi Euro 1.960,92, mediante emissione di massime n. 3.771 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 0,52 a favore dei soci di BER diversi da Intesa Sanpaolo;

- in dipendenza dell'incorporazione di FIN BTB, il capitale sociale di Intesa Sanpaolo aumenterà di massimi Euro 125.236,28 mediante emissione di massime n. 240.839 nuove azioni ordinarie del valore nominale unitario di Euro 0,52 a favore dei soci di FIN BTB diversi da Intesa Sanpaolo.

Resta fermo che il numero di azioni da emettere e l'importo dell'aumento di capitale a servizio della Fusione potranno subire delle variazioni in diminuzione, tenuto conto dell'eventuale esercizio del diritto di vendita o – limitatamente ai soci di FIN BTB – di recesso spettante agli azionisti delle Società Incorporate diversi da Intesa Sanpaolo.

A seguito della fusione per incorporazione di BER e di FIN BTB verrà modificato l'art. 5 dello statuto della Società Incorporante; in allegato al Progetto di Fusione, sotto la lettera a), viene riportato lo statuto della Società Incorporante che, a tale articolo, non riporta l'entità del capitale ed il relativo numero delle azioni ordinarie stante quanto precisato.

Non sono previste altre variazioni dello statuto di Intesa Sanpaolo in conseguenza della fusione.

5. MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA SOCIETÀ' INCORPORANTE E DATA DI GODIMENTO

Le nuove azioni ordinarie di ISP assegnate a seguito della presente Fusione avranno godimento regolare e pertanto attribuiranno ai loro possessori pari diritti rispetto alle azioni ordinarie già emesse alla data di effetto della presente Fusione.

Le azioni di Intesa Sanpaolo saranno emesse in regime di dematerializzazione, previa consegna delle azioni (non dematerializzate) di BER e di FIN BTB a un intermediario autorizzato a propria scelta, presso il quale ciascun socio di minoranza sia titolare o intenda divenire titolare di un conto di deposito di titoli dematerializzati ("**Intermediario Depositario**"); l'Intermediario Depositario provvederà a prendere in consegna le azioni di BER e di FIN BTB ai fini del relativo annullamento e a curare l'accredito, sul conto deposito intestato all'azionista di minoranza di BER ovvero di FIN BTB, delle azioni di Intesa Sanpaolo attribuite a concambio delle azioni consegnate, secondo le modalità che saranno all'uopo indicate agli intermediari autorizzati da Monte Titoli S.p.A.

Si provvederà a mettere a disposizione degli azionisti di minoranza di BER e di FIN BTB un servizio per il trattamento delle eventuali frazioni di azioni di ISP, senza aggravio di spese, bolli o commissioni, sì da consentire la quadratura dei quantitativi di titoli da assegnare.

Poiché il numero complessivo delle azioni ordinarie Intesa Sanpaolo da emettere a servizio del concambio delle azioni BER e FIN BTB sarà arrotondato per difetto, resterà a carico dell'Intermediario Incaricato del suddetto servizio l'onere corrispondente alla frazione di azione Intesa Sanpaolo non concambiabile, fermo il diritto degli azionisti di BER o FIN BTB di procedere all'acquisto o alla vendita delle rispettive frazioni secondo le relative utilità.

Nessun onere verrà posto a carico degli azionisti di BER o FIN BTB per le suddette operazioni.

6. DATA A DECORRERE DALLA QUALE LE OPERAZIONI DELLE SOCIETÀ' INCORPORATE SONO IMPUTATE, ANCHE A FINI FISCALI, AL BILANCIO DELLA SOCIETÀ' INCORPORANTE

La decorrenza degli effetti giuridici della Fusione sarà stabilita nell'atto di Fusione. Essa potrà anche essere successiva alla data dell'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504-bis del codice civile.

Per gli effetti di cui all'art. 2501-ter n. 6 codice civile, le operazioni delle Società Incorporate saranno imputate al bilancio della Società Incorporante, anche ai fini fiscali, a partire dal 1° gennaio dell'anno in corso alla data di decorrenza degli effetti giuridici della fusione.

7. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

Ai sensi dell'art. 172 del Testo unico delle imposte sui redditi, approvato con D.P.R. 22 dicembre, n. 917 ("TUIR"), la fusione non costituisce realizzo né distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni delle società fuse. Nella determinazione del reddito della società incorporante non si tiene conto dell'eventuale avanzo o disavanzo derivante dall'annullamento o dal concambio delle azioni delle società incorporate.

Gli eventuali maggiori valori iscritti dalla società incorporante per effetto dell'imputazione del disavanzo, da concambio o da annullamento, con riferimento ad elementi patrimoniali delle società incorporate non sono imponibili. Tuttavia, i beni pervenuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti. E' applicabile l'imposta sostitutiva di cui all'art. 176, comma 2-ter, del TUIR e all'art. 15, commi 10 e 11, del D.L. 29 novembre 2008, n. 185 (convertito, con modificazioni, dalla L. 28 gennaio 2009, n. 2), al fine di ottenere il riconoscimento fiscale dei maggiori valori iscritti in bilancio sui beni delle società incorporate.

Non possedendo le Società Incorporate riserve in sospensione di imposta, nel caso di specie non sussiste in capo all'incorporante l'obbligo di ricostituzione previsto dal comma 5 dell'art. 172 del TUIR.

All'aumento di capitale e all'eventuale avanzo da annullamento o da concambio si applica il regime fiscale del capitale e delle riserve delle società incorporate, diverse da quelle in sospensione di imposta, che hanno proporzionalmente concorso alla sua formazione. Il capitale e le riserve di capitale si considerano non concorrenti alla formazione dell'avanzo da annullamento fino a concorrenza del valore della partecipazione annullata.

La retrodatazione degli effetti fiscali della fusione al 1° gennaio dell'anno in corso alla data di decorrenza degli effetti giuridici della fusione è compatibile con il comma 9 dell'art. 172 del medesimo TUIR, che ammette tale retrodatazione ad una data non anteriore a quella in cui sia stato chiuso l'ultimo bilancio delle società partecipanti all'operazione.

Le perdite fiscali delle società incorporate possono essere portate in diminuzione del reddito della società incorporante nei limiti di cui all'art. 172, comma 7, del TUIR.

La fusione costituisce operazione esclusa dall'ambito applicativo dell'I.V.A., ai sensi dell'art. 2, comma 3, lett. f), del D.P.R. n. 633/1972, ed è soggetta ad imposta di registro in misura fissa.

8. PROFILI GIURIDICI

La presente Fusione è subordinata al rilascio delle richieste autorizzazioni da parte della Banca d'Italia, ai sensi degli artt. 56 e 57 del TUB. In particolare, il rilascio dell'autorizzazione ex art. 57 TUB costituisce condizione per il deposito del Progetto di Fusione presso i competenti registri delle imprese.

Non è previsto un particolare trattamento per categorie di soci o possessori di titoli diversi dalle azioni né nella Società Incorporante né nelle Società Incorporate.

Non sono previsti vantaggi particolari a favore degli amministratori delle società partecipanti alla Fusione.

Ai fini della presente Fusione, le situazioni patrimoniali di ISP, di BER e di FIN BTB sono sostituite dal bilancio di esercizio di ciascuna delle suddette società al 31 dicembre 2011, ai sensi dell'art. 2501-quater codice civile.

La Fusione sarà sottoposta per la competente decisione al Consiglio di Gestione di Intesa Sanpaolo, conformemente a quanto previsto dall'art. 17.2 dello Statuto della società. Ciò a meno che i soci di Intesa Sanpaolo che rappresentino almeno il 5% del capitale sociale, non richiedano (ai sensi dell'art. 2505, comma terzo, cod. civ.) – entro otto giorni da quando il progetto di Fusione sarà depositato presso il Registro delle Imprese – che la deliberazione di approvazione della Fusione venga adottata dall'assemblea straordinaria.

Non vi sono patti parasociali aventi ad oggetto la Società Incorporante né le Società Incorporate.

La Fusione non avrà effetti sulla composizione dell'azionariato rilevante di ISP nonché sul relativo assetto di controllo.

Ai sensi di quanto disposto dall'art. 2505-bis primo comma cod. civ., non viene redatta la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'art. 2501-sexies cod. civ. Pertanto gli azionisti delle Società Incorporate diversi da Intesa Sanpaolo hanno il diritto di far acquistare dalla Società Incorporante le proprie azioni delle Società Incorporate al prezzo, alle condizioni e con le modalità precisate nel successivo paragrafo 9.

Si evidenzia, infine, che l'incorporazione di FIN BTB in Intesa Sanpaolo determina una modifica dell'oggetto sociale della società incorporata, tale da legittimare il diritto di *exit* degli azionisti di FIN BTB che non abbiano concorso alla relativa delibera.

9. DIRITTO DI VENDITA E DI RECESSO

Poiché, come si è detto, ai sensi di quanto disposto dall'art. 2505-bis primo comma cod. civ., non viene redatta la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'art. 2501-sexies cod. civ., gli azionisti delle Società Incorporate diversi da Intesa Sanpaolo hanno il diritto di far acquistare dalla Società Incorporante le proprie azioni delle Società Incorporate al prezzo, rispettivamente, di:

- (a) Euro 0,942 per ogni azione ordinaria BER posseduta; ed
- (b) Euro 0,889 per ogni azione ordinaria FIN BTB posseduta.

Tali prezzi sono stati determinati alla stregua dei criteri previsti per il recesso (art. 2437-ter C.C., comma 2), ricevuto il parere del Collegio Sindacale e della Società di revisione KPMG S.p.A. (che si allegano alla presente relazione) ed in coerenza con i procedimenti valutativi assunti per la determinazione del rapporto di cambio. Essi esprimono anche il valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437 ter cod. civ, in quanto applicabile alla fusione di FIN BTB.

Il valore di liquidazione così individuato, tenuto conto del fatto che le azioni di FINBTB non sono quotate in mercati regolamentari, deriva dall'applicazione del SOP (Sum of Parts), basato in questo caso esclusivamente sulla riespressione a valori correnti della partecipazione di controllo (54,677% del capitale) nella BTB, mediante l'applicazione del metodo DDM nella variante Excess of Capital, avendo ritenuto per tutte le altre poste di bilancio che il valore contabile sia espressione del valore economico corrente. Al valore così determinato sono stati sottratti i costi di holding (principalmente spese amministrative e del personale) al netto dell'effetto fiscale. Questa metodologia ha consentito di tener conto sia della consistenza patrimoniale sia delle prospettive reddituali future della società.

La metodologia ha portato a stimare nel range di € 92,5-102,4 mln il valore del 100% della FIN BTB a cui corrisponde un range di valore unitario di liquidazione (sia ai sensi art. 2505 bis primo comma sia ai sensi 2437 ter cod. civ – diritto di recesso) di €0,846-0,937. Il prezzo di liquidazione unitario delle azioni è stato individuato in €0,889, pari al valore centrale del range cui corrisponde un multiplo implicito rispetto al patrimonio netto di FIN BTB di 1,24x.

In considerazione dell'attuale contesto di mercato, caratterizzato da una forte instabilità dei corsi di borsa, non si è ritenuto opportuno fare riferimento al metodo dei multipli di Borsa ai fini della determinazione del corrispettivo da offrire in caso di esercizio del diritto di recesso. Allo stesso modo, si è ritenuto di prescindere dal valore delle azioni BTB risultante dalle transazioni, tenuto conto del ridotto numero di scambi, della costanza del prezzo e del fatto che gli scambi sono avvenuti in mercati non regolamentati.

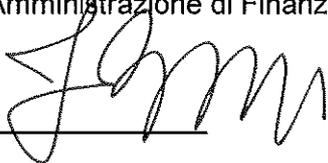
Ai fini dell'esercizio del diritto di vendita, gli azionisti FIN BTB dovranno inviare una lettera raccomandata al seguente indirizzo: Finanziaria B.T.B. S.p.A. – Trento, Via Grazioli 25, entro il termine di quindici giorni dall'iscrizione della rispettiva delibera assembleare di approvazione del presente di Fusione nel Registro delle Imprese, con l'indicazione delle generalità del socio, del domicilio per le comunicazioni inerenti al procedimento, del numero delle azioni per le quali il diritto di vendita viene esercitato e provvedendo altresì al deposito delle medesime azioni entro il termine di quindici giorni da detta comunicazione. Dette azioni non potranno essere cedute sino alla conclusione del relativo procedimento.

Ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, gli azionisti di FIN BTB dovranno inviare una lettera raccomandata all'indirizzo della società sopra indicato, con le medesime modalità e nei medesimi termini.

Fermo il diritto di contestazione di cui al sesto comma dell'art. 2437 ter cod. civ., l'acquisto sarà regolato entro trenta giorni dal ricevimento della comunicazione di vendita – ovvero, nelle ipotesi di recesso, entro trenta giorni dal termine del periodo di opzione – e comunque prima della sottoscrizione dell'atto di fusione.

Milano, 28 giugno 2012

Per il Consiglio di Amministrazione di Finanziaria B.T.B. S.p.A.



Si allegano:

- 1) parere del collegio sindacale
- 2) parere della società KPMG S.p.A.

FINANZIARIA BTB S.P.A.

* * * * *

PARERE DEL COLLEGIO SINDACALE

SUL VALORE DI VENDITA DELLE AZIONI EX ART. 2505-bis E SUL VALORE DI LIQUIDAZIONE IN CASO DI RECESSO EX ART. 2437-ter CODICE CIVILE

* * * * *

E' proposta l'operazione societaria a carattere straordinario nella quale è parte Finanziaria BTB s.p.a. quale società incorporanda nella capogruppo Intesa Sanpaolo s.p.a.. Questa operazione si colloca nell'ambito del "processo di "semplificazione del portafoglio partecipativo di controllo del Gruppo Intesa "Sanpaolo" al fine, anche, di ricondurre in capo alla controllante Intesa Sanpaolo s.p.a. quella parte di capitale che è allocato in capo alle così dette sub holding che mai hanno effettuato operazioni di direzione nei confronti delle società da esse stesse controllate.

Nel caso di specie società incorporanda è la Finanziaria BTB s.p.a. che è partecipata da Intesa Sanpaolo s.p.a. al 99,289% che, come detto, ha svolto e svolge esclusivamente l'attività di gestione del pacchetto azionario di controllo della Banca di Trento e Bolzano s.p.a., della quale detiene il 54,677% del capitale sociale.

In tale contesto partecipativo, sia la società incorporante – Intesa Sanpaolo s.p.a. -, sia la società incorporanda – Finanziaria BTB s.p.a. - hanno determinato di avvalersi delle disposizioni previste dall'articolo 2505-bis del codice civile, in forza del quale "alla fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che "possiede almeno il 90% delle loro azioni o quote, non si applicano le disposizioni "dell'art. 2501- sexies, qualora venga concesso agli altri soci della società "incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società "incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il "recesso".

Il Collegio, quindi, deve rendere il proprio parere motivato in merito ai criteri seguiti dal Consiglio di amministrazione nella determinazione del valore di vendita delle azioni di Fin BTB, ai sensi dell'art. 2505-bis del codice civile, nonché del valore di liquidazione delle azioni, ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del codice civile.

Nell'ambito di tale procedimento valutativo il Consiglio di amministrazione di Finanziaria BTB ed il Consiglio di Gestione di Intesa Sanpaolo hanno conferito incarico di assistenza a PricewaterhouseCoopers Advisory s.p.a. – Divisione Corporate Finance – (“PwC CF”) sia per superare le difficoltà propria del procedimento, sia per l'individuazione dei criteri da adottare, sia per conseguire un risultato di generale e comune condivisione, nonostante la complessità e le limitazioni comunque incidenti nel procedimento valutativo stesso che è stato sviluppato, quindi, tenendo anche conto di ipotesi e limitazioni.

Si è preso atto, che è stata ipotizzata quale data di riferimento della valutazione quella del 31 dicembre 2011 e che si è tenuto conto degli eventi intervenuti successivamente a tale data che sono stati riflessi nelle situazioni trimestrali al 31 marzo 2012 sia di Intesa Sanpaolo, sia di Finanziaria BTB, sia di Banca di Trento e Bolzano. Si è ipotizzata la continuità aziendale ai fini dell'analisi del valore economico delle società interessate alla fusione e in una prospettiva “stand alone”, senza tener conto di eventuali possibili sinergie e/o diseconomie rivenienti dalla prospettata operazioni. Le società sono state esaminate in condizioni “normali” di funzionamento, con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute. Le analisi sono state svolte nell'ipotesi di mantenimento della attuale direzione e gestione delle società.

Il procedimento valutativo è stato condotto esclusivamente sulla base dei dati storici sino al 31 dicembre 2011 delle due società, sull'andamento delle quotazioni di borsa, ove disponibili, e sui dati previsionali tratti dagli ultimi brokers'report disponibili e relativi al titolo di Intesa Sanpaolo.

Le analisi si sono basate sul presupposto che le società implementino nelle tempistiche prospettate, dal 2012 al 2019, le proiezioni che sono state elaborate, con la precisazione che i dati prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività e di incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misure e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro analisi e considerazione.

Si da atto che le metodologie utilizzate per la determinazione del valore economico di Intesa Sanpaolo e di Finanziaria BTB sono quelle maggiormente accettate dalla dottrina aziendalistica ed usualmente impiegate nella prassi nazionale ed internazionale. Difatti, sono state utilizzate proprio quelle metodologie che consentono di soddisfare contemporaneamente le due esigenze essenziali: di garantire omogeneità di analisi allo scopo di identificare i valori contabili – valori relativi - per la stima del rapporto di cambio tra le azioni delle due società; di identificare i valori assoluti in relazione alla determinazione del corrispettivo da offrire ai soci di Finanziaria BTB in caso di esercizio del diritto di recesso, il tutto sulla base delle prescrizioni degli articoli 2505-bis, comma 1, e 2437-ter, comma 2, del codice civile.

L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo di analisi di sensitività per la considerazione dei diversi scenari valutativi, ha consentito di superare quelle limitazioni delle quali si è fatto cenno e che, sostanzialmente, sono state individuate nella mancanza di previsioni economico-patrimoniali aggiornate da parte sia di Intesa Sanpaolo, sia di Banca di Trento e Bolzano, nella non escludibile probabilità che i dati prospettici e le ipotesi formulate possano essere soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico, nella complessità della metodologia e nella discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicabili.

Il Collegio sindacale da atto che il Consiglio di amministrazione ha costantemente fatto pervenire al Collegio sindacale sia la documentazione esaminata dai consigli stessi, sia le determinazioni che tempo per tempo erano assunte.

Il Collegio sindacale da atto, ancora, di aver tenuto costante rapporto con la società KPMG S.P.A. incaricata di redigere una apposita relazione al fine di esprimere il suo parere in merito ai criteri seguiti nella determinazione del valore di vendita delle azioni di Fin BTB nonché del valore di liquidazione delle azioni della società medesima.

Il Consiglio di amministrazione della Finanziaria BTB per la stima del valore del capitale economico della stessa società, e ciò ai fini della determinazione del valore di vendita delle azioni e del valore di liquidazione delle azioni, ha fatto ricorso al metodo della Somma delle Parti – “SOP” che, nel caso di specie, si è basato esclusivamente sulla riespressione a valori correnti della partecipazione in Banca di Trento e Bolzano ed ha ritenuto per tutte le altre poste di bilancio che il valore contabile fosse l'espressione del valore economico corrente.

In particolare, il Consiglio di amministrazione ha fatto riferimento al patrimonio netto contabile della società al 31 dicembre 2011, comprensivo del risultato di periodo, e ha stimato il differenziale tra il valore corrente ed il valore contabile della partecipazione in Banca di Trento e Bolzano sulla base di una valorizzazione condotta mediante l'applicazione del Dividend Discount Model nella versione Excess of Capital.

Sulla base delle metodologie e delle ipotesi assunte, il Consiglio di amministrazione della Finanziaria BTB ha individuato, ed ha poi determinato, il valore di vendita delle azioni ed il valore di liquidazione delle azioni di Fin BTB in euro 0,889 per azione. Detto valore è stato definito tenendo conto della valutazione di Fin BTB effettuata dal consulente PricewaterhouseCoopers che ha individuato nell'intervallo compreso tra euro 92,5 milioni e euro 102,4 milioni il valore minimo e massimo del capitale economico di Fin BTB, corrispondente ad un valore per

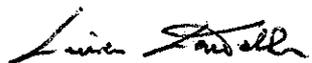
azione compreso tra euro 0,846 ed euro 0,937 con un valore centrale, quindi, pari a euro 0,889. Il rapporto di cambio tra le azioni Intesa Sanpaolo e le azioni Finanziaria BTB risulta determinato in 0,31.

Con riguardo a quanto precede, il Collegio sindacale valuta che la scelta delle metodologie adottate risponde a criteri di ragionevolezza e non di arbitrarietà. Quanto alla descrizione delle caratteristiche delle metodologie utilizzate e delle modalità della loro applicazione, fa rinvio alla relazione predisposta dagli Amministratori.

In relazione a tutto quanto sopra, il Collegio sindacale, precisando di non essere venuto a conoscenza di fatti e situazioni tali da far ritenere che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del valore di vendita delle azioni ex art. 2505-bis del codice civile e del valore di liquidazione ex art. 2437-ter del codice civile non sia adeguato e non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del valore di vendita e del valore di liquidazione delle azioni di Fin BTB s.p.a., tenuto conto degli scenari prospettici condivisi dal Consiglio di amministrazione con la Capogruppo e dei criteri posti alla base della sintesi dei metodi di valutazione, esprime il proprio parere favorevole sul valore di liquidazione delle azioni della Finanziaria BTB s.p.a. ex art. 2437-ter codice civile.

Milano, 28 giugno 2012

Il Collegio sindacale





KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Via Leone Pancaldo, 70
37138 VERONA VR

Telefono +39 045 8115111
Telefax +39 045 8115490
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

Relazione della società di revisione ai sensi degli artt. 2505-bis, comma 1 e 2437-ter, comma 2, del Codice Civile

Al Consiglio di Amministrazione di
Finanziaria B.T.B. S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nell'ambito del processo di semplificazione del portafoglio partecipativo di controllo del Gruppo Intesa Sanpaolo (nel seguito anche il "Gruppo"), nella seduta del 19 giugno 2012, il Consiglio di Gestione di Intesa Sanpaolo S.p.A. (nel seguito anche "ISP") ha approvato il progetto di fusione per incorporazione in ISP di Finanziaria B.T.B. S.p.A. (nel seguito anche "FinBTB" o la "Società"), da attuarsi avvalendosi della procedura prevista dall'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

Il medesimo progetto di fusione è oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di FinBTB in data odierna.

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile non verrà redatta la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'art. 2501-sexies del Codice Civile, in quanto agli attuali azionisti di minoranza di FinBTB (di seguito "Azionisti di minoranza") verrà concesso il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo (di seguito anche "Valore di Vendita delle azioni") determinato alla stregua dei criteri previsti per il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

Inoltre, la Società ha ritenuto che l'incorporazione di FinBTB in ISP determini una modifica dell'oggetto sociale della incorporata tale da legittimare in capo agli azionisti di FinBTB che non concorreranno all'approvazione della suddetta operazione il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile. L'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni (di seguito anche "Valore di Liquidazione delle azioni") sia determinato dal Consiglio d'Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione contabile.

In tale contesto, KPMG S.p.A. (nel seguito anche "KPMG"), quale soggetto incaricato ai sensi dell'art. 13 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n.39 e ai sensi dell'art. 165 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n.58, della revisione legale del bilancio d'esercizio di FinBTB, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società (di seguito "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") l'incarico di redigere un'apposita relazione al fine di esprimere il proprio parere in merito ai criteri seguiti nella determinazione del Valore di Vendita

delle azioni di FinBTB, ai sensi dell'art. 2505-*bis* del Codice Civile, nonché del Valore di Liquidazione delle azioni, ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 2, del Codice Civile, determinati in data odierna in via preliminare dal Consiglio di Amministrazione.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, la Direzione di FinBTB e la Direzione di ISP hanno consegnato a KPMG, in via anticipata, la bozza della relazione predisposta da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. – Divisione Corporate Finance - (nel seguito "PwC CF", o il "Consulente") della cui assistenza il Consiglio di Amministrazione della Società si è avvalso per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni nonché del Valore di Liquidazione delle azioni, unitamente ad altra documentazione utile allo svolgimento del nostro lavoro.

Nel corso della prima parte del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna, gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni di FinBTB, coincidenti tra loro, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi degli artt. 2505-*bis*, comma 1 e 2437-*ter*, comma 2, del Codice Civile.

All'esito dell'avvenuto riscontro, da parte nostra, della documentazione fatta propria dal Consiglio di Amministrazione e a noi consegnata al termine della prima fase della seduta consiliare tenutasi in data odierna con quella fornitaci in via anticipata, abbiamo emesso la presente relazione al fine di poter consentire il completamento dell'*iter* consiliare.

Ai sensi degli artt. 2505-*bis*, comma 1 e 2437-*ter*, comma 2, del Codice Civile è stato richiesto anche al Collegio Sindacale di FinBTB, contestualmente a KPMG, di esprimere un parere sul Valore di Vendita delle azioni e sul Valore di Liquidazione delle azioni determinato dal Consiglio di Amministrazione.

2 Descrizione dell'operazione

2.1 Il Progetto

Il progetto di fusione di FinBTB in ISP, deliberato dal Consiglio di Gestione di ISP nella seduta del 19 giugno 2012, viene sottoposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione della Società in data odierna.

La prospettata operazione di fusione per incorporazione (nel seguito l'"Operazione") si inserisce nell'ambito del processo di semplificazione del portafoglio partecipativo di controllo del Gruppo, da attuarsi, come si evince dal verbale del predetto Consiglio di Gestione, tramite l'incorporazione delle società controllate in misura superiore al 99% e prive di dipendenti con

attività suscettibili di una migliore valorizzazione attraverso l'integrazione con altre strutture del Gruppo ovvero che hanno perso l'originaria valenza industriale o svolgono attività residuale.

L'attività di FinBTB, infatti, esaurito il ruolo di holding preposta a rafforzare il legame tra la gestione della Banca di Trento e Bolzano S.p.A. (nel seguito anche "BTB" o la "Banca"), di cui detiene il 54,7%, ed il territorio, è attualmente circoscritta ad attività di amministrazione del pacchetto azionario di BTB e al rimborso del debito verso ISP.

In questo quadro d'insieme ISP ha condotto un approfondimento in merito alle aree di miglioramento dell'efficienza della *governance* di Gruppo volte ad ottenere, in tutti gli ambiti possibili, sinergie di costo. In questa ricognizione è stata ricompresa anche FinBTB.

Valutate le dinamiche economiche complessive e la ricerca del miglior equilibrio fra presidio del territorio ed efficienza della gestione, ISP e la Società, nell'interesse di tutti gli azionisti, hanno valutato opportuna la fusione per incorporazione di FinBTB in ISP.

FinBTB è controllata da ISP al 99,3% mentre il restante 0,7% del capitale della Società è suddiviso tra soggetti pubblici e privati legati al territorio di riferimento.

Alla data della presente relazione il capitale sociale di FinBTB è costituito da complessive n. 109.294.080 azioni, di cui n. 108.517.179 detenute da ISP, corrispondenti a una quota del 99,3%.

2.2 *L'Operazione*

Come detto precedentemente, ISP alla data della presente relazione detiene il 99,3% del capitale sociale della Società e pertanto l'Operazione avrà luogo in forma semplificata ai sensi dell'articolo 2505-*bis*, comma 1, del Codice Civile, concedendo agli Azionisti di minoranza di FinBTB il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso ai sensi dell'art. 2437-*ter*, comma 2, del Codice Civile.

A seguito del perfezionamento dell'Operazione, come descritta nel progetto di fusione, le azioni ordinarie di FinBTB in circolazione saranno annullate senza sostituzione e ISP procederà ad emettere n.0,31 azioni ordinarie di ISP del valore nominale unitario di €0,52 per ogni azione ordinaria di FinBTB detenuta dagli azionisti della Società che non avranno esercitato il diritto di vendita ai sensi dell'art. 2505-*bis*, comma 1, del Codice Civile o il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile.

Il soddisfacimento del succitato rapporto di cambio proposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in data odierna prevede l'emissione di nuove azioni ordinarie ISP nel numero massimo di n.240.839 di nominali €125.236,28.

Per gli Azionisti di minoranza che avranno invece esercitato il diritto di vendita di cui all'art. 2505-*bis*, comma 1 del Codice Civile o il diritto di recesso di cui all'art. 2437 del Codice Civile

il Consiglio di Amministrazione della Società ha determinato in via preliminare il Valore di Vendita delle azioni e il Valore di Liquidazione delle azioni come descritto nel seguito.

3 Natura e limiti della presente relazione

La presente relazione ha la finalità di fornire al Consiglio di Amministrazione della Società il parere previsto dagli artt. 2505-*bis*, comma 1 e 2437-*ter*, comma 2, del Codice Civile, in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione da questo adottato per determinare il Valore di Vendita delle azioni e il Valore di Liquidazione delle azioni, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

La presente relazione illustra il metodo applicato dal Consiglio di Amministrazione, anche per il tramite del Consulente, e le eventuali difficoltà incontrate per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla sua corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico KPMG non ha effettuato alcuna valutazione economica di FinBTB. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori di FinBTB che si sono avvalsi, a tal fine, del lavoro svolto dal Consulente dagli stessi incaricato.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine, abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione dalla Direzione di FinBTB e dalla Direzione di ISP, ed in particolare:

- la delibera del Consiglio di Gestione di ISP del 19 giugno 2012 avente per oggetto "Interventi di semplificazione del portafoglio partecipativo: proposte di fusione per incorporazione in Intesa Sanpaolo", che espone, tra l'altro, il Valore di Vendita delle azioni e il Valore di Liquidazione delle azioni a cui gli Azionisti di minoranza potranno esercitare il diritto di vendita loro attribuito ai sensi dell'art.2505-*bis*, comma 1, del Codice Civile e il diritto di recesso di cui all'art. 2437 del Codice Civile;
- la Relazione del Consiglio di Amministrazione di FinBTB sulla fusione per incorporazione di FinBTB in ISP, consegnataci anticipatamente in bozza, che illustra il processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni secondo i criteri di cui all'art. 2437-*ter* del Codice Civile;

- il progetto di fusione (nel seguito il “Progetto di Fusione”) oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Società in data odierna, consegnatoci anticipatamente in bozza;
- la relazione del Consulente (nel seguito anche la “Relazione di Stima”), datata 27 giugno 2012, intitolata “Intesa Sanpaolo S.p.A. – Finanziaria B.T.B. S.p.A.: Analisi di un possibile intervallo di rapporti di cambio e del corrispettivo in caso di esercizio del diritto di recesso”, consegnataci anticipatamente in bozza;
- documentazione di lavoro predisposta dal Consulente in cui sono riportati analiticamente le metodologie di valutazione adottate e i valori risultanti dalla applicazione di tali metodologie;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, statistico, strategico, ritenute rilevanti ai fini delle analisi, forniti in forma scritta e verbale;
- il parere del Collegio Sindacale ai sensi degli artt. 2505-bis, comma 1 e 2437-ter, comma 2 del Codice Civile;
- informazioni relative alle più recenti transazioni relative alla compravendita di azioni BTB;
- la seguente documentazione che è stata, tra l’altro, utilizzata dal Consulente per la redazione della Relazione di Stima e, successivamente, anche da noi ai fini dello svolgimento del nostro incarico:
 - bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2011 di FinBTB assoggettato a revisione contabile da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A.;
 - bilancio d’esercizio al 31 dicembre 2011 di BTB assoggettato a revisione contabile da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A.;
 - relazione trimestrale di BTB al 31 marzo 2012;
 - piano d’impresa 2011-2015 di ISP del 6 aprile 2011;
 - *broker’s report* relativi al titolo ISP;
 - Statuto vigente di FinBTB.

Abbiamo, infine, ottenuto attestazione, mediante lettera sottoscritta in data odierna dal rappresentante legale della Società, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro

incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

5 Metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori e relativi risultati

5.1 Premessa

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Società hanno incaricato il Consulente di procedere alla determinazione del Valore di Vendita delle azioni ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile e del Valore di Liquidazione delle azioni ai sensi del art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile. Pertanto nel prosieguo del presente paragrafo si farà riferimento alle valutazioni effettuate dal Consulente e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società.

5.2 Metodologie adottate

La stima del valore del capitale economico di FinBTB, ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni, è stata condotta dal Consiglio di Amministrazione, con l'ausilio del Consulente, tramite un approccio *Sum of Parts*.

Sulla base del metodo *Sum of Parts* (nel seguito anche "SOP"), il valore della società è determinato in base alla somma dei valori congrui (o di netto realizzo) delle sue attività e passività, rettificando il patrimonio netto contabile al fine di tenere conto delle differenze tra il valore di mercato dei singoli elementi dell'attivo e del passivo ed i corrispondenti valori iscritti a bilancio, al netto dei relativi eventuali potenziali effetti fiscali.

Nella fattispecie, nell'ambito di applicazione del metodo SOP:

- a) si è fatto riferimento al patrimonio netto contabile della Società al 31 dicembre 2011, comprensivo del risultato di periodo;
- b) è stato stimato il differenziale tra il valore corrente e il valore contabile della partecipazione BTB sulla base di una valorizzazione condotta mediante l'applicazione del *Dividend Discount Model* nella versione *Excess Capital*. Con riferimento a tale differenziale, si è tenuto conto del relativo effetto fiscale;
- c) è stato considerato un disavanzo da *holding* in capo a FinBTB sulla base dei costi amministrativi e delle spese del personale;
- d) sono state mantenute al valore contabile tutte le altre poste dell'attivo e del passivo avendo ritenuto che lo stesso sia espressione del loro valore economico corrente.

Il Consulente, con riferimento alla scelta della metodologia:

- ha individuato una metodologia che consentisse di soddisfare contemporaneamente l'esigenza di: *i)* garantire omogeneità di analisi allo scopo di identificare valori comparabili per la stima dei rapporti di cambio in riferimento alla fusione e *ii)* identificare valori assoluti in relazione alla determinazione del corrispettivo da offrire ai soci di FinBTB ai sensi degli artt. 2505-bis, comma 1 e 2437-ter, comma 2 del Codice Civile;
- ha ritenuto la metodologia adottata coerente con il disposto dell'articolo 2437-ter del Codice Civile riguardo ai criteri da adottare ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni, in quanto consente di tener conto sia della consistenza patrimoniale, sia delle prospettive reddituali di FinBTB;
- non ha ritenuto opportuno fare riferimento al metodo dei multipli di Borsa, in considerazione dell'attuale contesto di mercato, caratterizzato da una forte instabilità dei corsi di Borsa;
- ha ritenuto di prescindere dal valore delle azioni BTB risultante dalle transazioni, tenuto conto del ridotto numero di scambi, della costanza del prezzo e del fatto che gli scambi sono avvenuti in mercati non regolamentati.

La data di riferimento delle suddette valutazioni è il 31 dicembre 2011.

Applicazione del Dividend Discount Model

Il metodo del *Dividend Discount Model* ("DDM") determina il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie il metodo utilizzato è il DDM nella variante *Excess Capital*, in base al quale il valore economico di una società è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo, coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value*.

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VT_a$$

dove:

- DIV_t = Flussi di cassa potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base del piano elaborato, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio ("Ke");
- n = periodo esplicito di pianificazione (numero di anni);
- VT_a = valore attuale del *Terminal Value* determinato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine ("g rate").

La stima dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti nel periodo di pianificazione ha preso a riferimento:

- Patrimonio di vigilanza e requisiti di vigilanza della Banca al 31 dicembre 2011;
- Proiezioni economico-finanziarie 2012-2019 della Banca (nel seguito anche "le Proiezioni") che, in assenza di un *business plan* pluriennale aggiornato, sono state sviluppate dal Consulente in accordo con il *management*;
- *Tier 1 ratio* pari all'8,5% a regime nel 2019;
- *Tier 2 ratio* mantenuto ad un livello non inferiore al 2,0%;
- RWA stimato nell'ambito delle proiezioni comprensivi della riduzione del 25% derivante dall'appartenenza di BTB al Gruppo ISP.

Il Ke , quantificato in 9,42%, è stato stimato attraverso il *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), secondo la seguente formula:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, identificato sulla base del rendimento netto annuo del *Benchmark* BTP Italia decennale rilevato in data 14 maggio 2012, pari a 5,03% (fonte: *Bloomberg*)

B = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato), pari a 0,88, stimato sulla base del beta medio di un campione di banche italiane quotate, su base mensile e su un orizzonte temporale di 5 anni, (fonte: *Bloomberg*)

$R_m - R_f$ = premio, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 5,00%, in linea con la prassi valutativa

Il *Terminal Value* è stato stimato considerando un flusso di cassa distribuibile e un tasso di crescita di lungo termine pari al 2,0%.

Ai fini dell'individuazione di un intervallo di valori attribuibile a BTB, il Consulente ha svolto un'analisi di sensitività sulla base di una variazione in aumento e in diminuzione del K_e e del tasso di crescita di lungo termine pari a 25 bps.

Costi di holding

La stima dei costi di *holding* o disavanzo da *holding* è stata condotta capitalizzando in *perpetuity* le spese amministrative, i costi del personale e gli altri proventi e oneri di gestione di FinBTB relativi all'esercizio 2011 sulla base di un costo del capitale pari a 9,42%, determinato come sopra.

5.3 *Risultati cui pervengono gli Amministratori con l'assistenza del proprio Consulente*

Sulla base delle metodologie e delle ipotesi sopra illustrate sono stati individuati i seguenti intervalli di valore di FinBTB

	Minimo	Centrale	Massimo
<i>Sum of Parts</i> (€ milioni)	92,5	97,1	102,4
<i>Valore per azione</i> (€)	0,846	0,889	0,937

Il valore per azione è compreso nell'intervallo €0,846 - € 0,937, con un valore centrale di €0,889 corrispondente ad un valore del 100% della Società compreso nell'intervallo

€92,5milioni - €102,4 milioni, con un valore centrale di €97,1 milioni, rinveniente dall'applicazione del metodo *Sum of Parts*.

5.4 Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori

Il Consiglio di Amministrazione in data odierna ha determinato in via preliminare il Valore di Vendita delle azioni e il Valore di Liquidazione delle azioni in €0,889 per azione.

Tale valore è stato definito dal Consiglio di Amministrazione tenendo conto della valutazione di FinBTB effettuata dal Consulente che, come precedentemente descritto, ha individuato nell'intervallo compreso tra €92,5 milioni e €102,4 milioni il valore minimo e massimo del capitale economico di FinBTB, corrispondente ad un valore per azione compreso tra €0,846 e €0,937 con un valore centrale pari a €0,889.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione di FinBTB, anche sulla base della Relazione di Stima del Consulente, ha evidenziato le seguenti difficoltà:

- mancanza di previsioni economico-patrimoniali aggiornate di ISP e BTB. Tale difficoltà è stata superata sviluppando, in accordo con il *management*, proiezioni basate sui *brokers' report* di ISP;
- uso di dati previsionali per le metodologie di valutazione. I dati prospettici contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Tale limitazione è stata mitigata mediante lo sviluppo, da parte del Consulente, di analisi di sensitività;
- complessità della metodologia e discrezionalità nella scelta di alcuni parametri di valutazione. I metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di metodologie articolate e complesse che ha comportato la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. L'approccio metodologico complessivo, insieme allo sviluppo di analisi di sensitività da parte del Consulente per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire dettagliatamente questa peculiarità valutativa.

7 Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- esame della Relazione del Consiglio di Amministrazione di FinBTB sulla fusione per incorporazione di FinBTB in ISP, che illustra, tra l'altro, il processo di determinazione del

- Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile, consegnatoci anticipatamente in bozza;
- esame del Progetto di Fusione oggetto di approvazione in data odierna dal Consiglio di Amministrazione della Società, consegnatoci anticipatamente in bozza;
 - esame della Relazione di Stima del Consulente, esaminata nel Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna per determinare il Valore di Vendita delle azioni e il Valore di Liquidazione delle azioni, consegnatoci anticipatamente in bozza;
 - esame del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di FinBTB assoggettato a revisione contabile da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A.;
 - esame del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di BTB assoggettato a revisione contabile da parte di Reconta Ernst & Young S.p.A.;
 - esame del processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni adottato dal Consiglio di Amministrazione e dal Consulente con l'obiettivo di verificarne l'idoneità, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni;
 - verifica della coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la documentazione utilizzata elencata nel paragrafo 4;
 - verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consulente e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione nell'ambito del processo valutativo;
 - discussione con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi degli artt. 2505-bis e 2437-ter del Codice Civile;
 - discussioni ed approfondimenti con il Consulente e con la Direzione del Gruppo;
 - *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il risultato cui è pervenuto il Consiglio di Amministrazione di FinBTB sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
 - verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione;
 - ottenimento di un'attestazione sottoscritta dal legale rappresentante di FinBTB, anche a nome del Consiglio di Amministrazione, che evidenzia la circostanza che alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della

documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni.

8 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Consiglio di Amministrazione di FinBTB, che ha fatto proprie le valutazioni del Consulente, ha avuto quale scopo principale la determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni ai sensi degli artt. 2505-bis e 2437-ter del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico riferito a FinBTB non può essere utilizzato per finalità diverse.

In particolare, il Valore di Vendita delle azioni e il Valore di Liquidazione delle azioni sono stati individuati dal Consiglio di Amministrazione all'interno dell'intervallo di valori determinato attraverso l'approccio *Sum of Parts* e l'applicazione della metodologia *Dividend Discount Model* nella versione *Excess Capital*.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione selezionati dagli Amministratori, coadiuvati dal Consulente, sono di seguito riportate:

- il metodo di valutazione adottato dal Consulente e ripreso dal Consiglio di Amministrazione risulta comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento. Tale metodo, infatti, consente di cogliere le caratteristiche specifiche della realtà oggetto di valutazione e di esprimerne le diverse componenti di valore;
- la scelta del Consulente ripresa dal Consiglio di Amministrazione di adottare, per la determinazione del valore economico di FinBTB, le metodologie descritte al paragrafo 5.2 risulta, anche alla luce della prassi di mercato e delle considerazioni da svolgere nella determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione in esame descrive, ancorché sinteticamente, le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione;
- nella scelta dei metodi di valutazione gli Amministratori hanno applicato metodologie che consentono di tener conto sia della consistenza patrimoniale che delle prospettive reddituali della Società;
- la scelta degli Amministratori di *i)* non fare riferimento al metodo dei multipli di Borsa in considerazione dell'attuale contesto di mercato, caratterizzato da una forte instabilità dei

corsi di Borsa e ii) prescindere dal valore delle azioni BTB risultante dalle transazioni, tenuto conto del ridotto numero di scambi, della costanza del prezzo e del fatto che gli scambi sono avvenuti in mercati non regolamentati è ritenuta adeguata.

9 Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico

Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, in aggiunta a quanto già espresso dagli Amministratori, si segnala quanto segue:

- il Consiglio di Amministrazione, supportato dal proprio Consulente, ha ritenuto di considerare il metodo del DDM. L'applicazione di tale metodologia, per la valorizzazione della partecipazione detenuta da FinBTB in BTB ha previsto, oltre al riferimento a parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economico-finanziarie che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macroeconomico, specie per quanto riguarda il settore in cui opera BTB. Nella fattispecie, inoltre, tali proiezioni sono state sviluppate dal Consulente, in mancanza di piani predisposti dalla Società, da BTB o dal Gruppo cui BTB appartiene;
- l'applicazione di metodi analitici è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze finanziarie determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima.

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione sul Valore di Vendita delle azioni e sul Valore di Liquidazione delle azioni di FinBTB, redatta ai sensi dell'art. 2505-bis e dell'art. 2437-ter del Codice Civile.

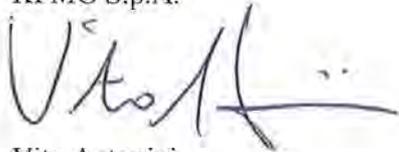
10 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione e fermo restando quanto illustrato al precedente paragrafo 9, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni di Finanziaria B.T.B. S.p.A. non sia, limitatamente alla finalità per le quali esso è stato sviluppato, adeguato in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario e che esso non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni e del Valore di Liquidazione delle azioni.

La presente relazione è indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Finanziaria B.T.B. S.p.A. ed è stata predisposta esclusivamente per le finalità di cui agli artt. 2505-*bis*, comma 1 e 2437-*ter*, comma 2, del Codice Civile. Tale relazione non potrà pertanto essere divulgata a soggetti terzi, fatta eccezione per gli azionisti di Finanziaria B.T.B. S.p.A. che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui ai medesimi articoli 2505-*bis* e 2437-*ter* del Codice Civile, o comunque utilizzata per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Verona, 28 giugno 2012

KPMG S.p.A.



Vito Antonini
Socio