

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA CONGRUITA'
DEL RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE DI AZIONI RELATIVO AL
PROGETTO DI SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE
DELLA PARTECIPAZIONE DI **BANCA FIDEURAM S.p.A.**
IN **FIDEURAM VITA S.p.A.** A FAVORE DI **SANPAOLO IMI S.p.A.**

AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES COME RICHIAMATO
DALL'ART. 2506 TER DEL CODICE CIVILE

RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE SULLA
CONGRUITA' DEL RAPPORTO DI ASSEGNAZIONE DI AZIONI
RELATIVO AL PROGETTO DI SCISSIONE PARZIALE
PROPORZIONALE DELLA PARTECIPAZIONE
DI BANCA FIDEURAM S.p.A. IN FIDEURAM VITA S.p.A.
A FAVORE DI SANPAOLO IMI S.p.A.

ai sensi dell'art. 2501 sexies come richiamato
dall'art. 2506 ter del Codice Civile

Agli Azionisti della
Banca Fideuram S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Siamo stati nominati dal Tribunale di Roma in data 26 aprile 2004 quale esperto per la redazione, ai sensi dell'art. 2501 sexies come richiamato dall'art. 2506 ter del Codice Civile, della relazione sul rapporto di assegnazione di azioni ordinarie della società Sanpaolo IMI S.p.A. (di seguito anche denominata "SPIMI") da attribuire agli azionisti di Banca Fideuram S.p.A. (di seguito anche denominata "Banca Fideuram" ovvero "Società scissa") diversi da SPIMI, nell'ambito dell'operazione di scissione parziale proporzionale della partecipazione detenuta da Banca Fideuram in Fideuram Vita S.p.A. (di seguito anche denominata "Fideuram Vita"). A tal fine, abbiamo ricevuto da Banca Fideuram il progetto di scissione parziale proporzionale a favore di SPIMI della partecipazione in Fideuram Vita detenuta da Banca Fideuram, corredato di apposita relazione degli amministratori che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2501 quinquies come richiamato dall'art. 2506 ter del Codice Civile, il rapporto di assegnazione delle azioni, nonché la situazione patrimoniale al 31 dicembre 2003 della Società scissa, rappresentata dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2003 approvato dall'Assemblea degli Azionisti in data 23 aprile 2004.

Il progetto di scissione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Banca Fideuram in prima convocazione per il giorno 29 giugno 2004 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 30 giugno 2004. Analogamente gli azionisti di SPIMI saranno chiamati ad approvare il progetto in sede straordinaria in prima convocazione in data 29 giugno 2004 e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 30 giugno 2004.

L'incarico di redigere per SPIMI analoga relazione sul rapporto di assegnazione è stato conferito alla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A..

Al fine di fornire agli azionisti di Banca Fideuram idonee informazioni sul rapporto di assegnazione, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli amministratori per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre l'espressione del nostro giudizio circa l'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli amministratori a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

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

2. Sintesi dell'operazione

In data 13 febbraio 2004, il Consiglio di Amministrazione di Banca Fideuram ha approvato un progetto volto al proprio rafforzamento strategico quale banca specializzata nella consulenza finanziaria e *private banking*. Tale progetto si inserisce nel complessivo processo di concentrazione delle società assicurative nell'ambito del Gruppo Sanpaolo IMI finalizzato alla creazione di un polo assicurativo nei rami vita e danni.

Le tappe principali del processo di concentrazione, soggetto all'ottenimento dell'approvazione dell'ISVAP e dell'autorizzazione della Banca d'Italia, per quanto di rispettiva competenza, sono rappresentate dalle seguenti operazioni che avranno esecuzione in via sostanzialmente contestuale:

- scissione della partecipazione detenuta da Banca Fideuram in Fideuram Vita a favore di SPIMI;
- scissione della partecipazione detenuta da Sanpaolo IMI Wealth Management S.p.A. in Sanpaolo Vita S.p.A. a favore di Noricum Vita S.p.A., società controllata da SPIMI;
- fusione per incorporazione di Fideuram Vita e Sanpaolo Vita S.p.A. in Noricum Vita S.p.A..

In data 18 maggio 2004 i Consigli di Amministrazione di Banca Fideuram e SPIMI hanno approvato il progetto di scissione che:

- determina l'assegnazione ai soci di Banca Fideuram, diversi da SPIMI, di azioni ordinarie SPIMI a servizio della scissione sulla base delle rispettive situazioni patrimoniali, rappresentate dai bilanci al 31 dicembre 2003, approvati dalle rispettive Assemblee degli Azionisti in data 22 aprile 2004 ed in data 29 aprile 2004;
- prevede, tra l'altro, la riduzione del patrimonio netto di Banca Fideuram da euro 795.600.752,12 (patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2003 al

netto della destinazione del risultato dell'esercizio 2003) a euro 570.451.869,62 come di seguito esposto:

- la riduzione del valore nominale di ciascuna azione ordinaria da euro 0,26 a euro 0,19, per un massimo di euro 68.620.339,48;
 - la riduzione della riserva legale da euro 50.975.109,33 a euro 37.251.041,43;
 - la riduzione della riserva di rivalutazione da euro 12.254.252,71 a euro 8.786.393,62;
 - l'annullamento dei sovrapprezzi di emissione pari ad euro 52.736.602,40;
 - la riduzione della riserva straordinaria da euro 171.967.398,59 a euro 85.367.384,96.
- prevede l'emissione di massimo n. 26.290.836 nuove azioni ordinarie di SPIMI da euro 2,80 di valore nominale ciascuna, da attribuire agli azionisti di Banca Fideuram, diversi da SPIMI, nella misura di n. 0,07470 azioni ordinarie di SPIMI per ogni azione di Banca Fideuram, dell'originario valore nominale di euro 0,26, con conseguente aumento di capitale sociale di SPIMI.

Gli effetti giuridici della scissione decorreranno dall'ultima delle date di iscrizione nel registro delle imprese o dalla data successiva eventualmente stabilita nell'atto di scissione. Le azioni ordinarie di SPIMI da assegnare agli azionisti di Banca Fideuram, diversi da SPIMI, avranno gli stessi diritti delle azioni ordinarie di SPIMI attualmente in circolazione. Tali azioni avranno godimento regolare.

Ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità del rapporto di assegnazione per la scissione parziale proporzionale a favore di SPIMI della partecipazione in Fideuram Vita detenuta da Banca Fideuram abbiamo operato nel presupposto che le operazioni relative al progetto di concentrazione sopra descritto, ad oggi non ancora eseguite, siano perfezionate secondo le modalità definite dagli amministratori. Come descritto nella relazione degli amministratori, la scissione della partecipazione detenuta da Sanpaolo IMI Wealth Management S.p.A. in Sanpaolo Vita S.p.A. a favore di Noricum Vita S.p.A. e la fusione per incorporazione di Fideuram Vita e Sanpaolo Vita S.p.A. in Noricum Vita S.p.A., pur essendo operazioni distinte, costituiscono parte integrante di un unico progetto e saranno approvate in un unico contesto. L'esecuzione dell'operazione di scissione oggetto della presente relazione è soggetta all'ottenimento dell'approvazione dell'ISVAP e dell'autorizzazione della Banca d'Italia, per quanto di rispettiva competenza, nonché al perfezionamento di tutte le operazioni sopra elencate.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Banca Fideuram, Fideuram Vita e SPIMI i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) Il progetto di scissione e le relazioni degli amministratori di Banca Fideuram e di SPIMI indirizzati alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2003, il seguente rapporto di assegnazione:

n. 0,07470 azioni ordinarie (da nominali euro 2,80) di SPIMI per ogni azione Banca Fideuram.

Tale rapporto di assegnazione è stato determinato dagli amministratori delle due banche coinvolte nella scissione utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle relazioni predisposte dai rispettivi consulenti, descritte al successivo punto b).

- b) La relazione sulla determinazione del rapporto di assegnazione, datata 18 maggio 2004, predisposta da Citigroup Global Markets Limited (di seguito i "Consulenti") in qualità di consulenti degli amministratori di Banca Fideuram. L'incarico di redigere analoga relazione di stima sul rapporto di assegnazione è stato conferito dagli amministratori di SPIMI alle società Goldman Sachs International e J.P. Morgan Chase & Co.

La relazione dei Consulenti espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta ed i valori risultanti dalla loro applicazione.

- c) La seguente documentazione, utilizzata dai Consulenti per la preparazione della propria relazione e, successivamente, anche da noi utilizzata ai fini del nostro incarico:
- Bilanci d'esercizio e consolidati per gli esercizi 2002 e 2003 di SPIMI e Fideuram Vita e bilanci d'esercizio 2002 e 2003 di Fideuram Assicurazioni S.p.A. (di seguito anche denominata "Fideuram Assicurazioni") corredati delle rispettive relazioni degli amministratori, dei collegi sindacali e delle rispettive società di revisione;
 - Relazioni semestrali individuali e consolidate al 30 giugno 2002 e 2003 di SPIMI corredate della relazione sulla revisione contabile limitata predisposta dalla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.;
 - Relazioni consolidate trimestrali relative all'esercizio 2003 di SPIMI;
 - Relazione consolidata trimestrale al 31 marzo 2004 di SPIMI;
 - Accordo di distribuzione, tra Banca Fideuram ed il costituendo "Polo Assicurativo" (società assicurativa controllata da SPIMI che risulterà

dalla fusione in Noricum Vita S.p.A. di Sanpaolo Vita S.p.A. e Fideuram Vita), il cui contenuto è stato deliberato dal Consiglio di Amministrazione di Banca Fideuram in data 18 maggio 2004, contenente le condizioni economiche atte a regolare tra le due entità i rapporti relativi alla promozione e distribuzione di prodotti e servizi assicurativi da parte di Banca Fideuram (di seguito anche “Accordo di distribuzione”);

- Piano di raccolta premi di Fideuram Vita relativo agli esercizi 2004 – 2006 fornito dalla direzione Banca Fideuram;
- Relazione intitolata “Valutazione attuariale di Fideuram Vita S.p.A. al 31 dicembre 2003” predisposta da Tillinghast – Towers Perrin (di seguito anche “Tillinghast”), su incarico congiunto di SPIMI e Banca Fideuram;
- Relazione intitolata “Fideuram Assicurazioni S.p.A. - Valutazione indipendente delle riserve sinistri e calcolo dell’*appraisal value* al 31 dicembre 2003” predisposta da Tillinghast in data 23 dicembre 2003, su incarico congiunto di Banca Fideuram e Fideuram Vita;
- Contratto stipulato in data 8 marzo 2004 tra Fideuram Vita e Banca Fideuram per la compravendita di Fideuram Assicurazioni;
- Andamento dei prezzi di Borsa delle azioni ordinarie SPIMI su archi temporali ritenuti significativi;
- Informazioni di pubblico dominio relative a Banca Fideuram e SPIMI e informazioni relative ad operazioni recenti aventi oggetto o struttura simile all’operazione di scissione.

d) La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- Bilanci d’esercizio e consolidati per gli esercizi 2002 e 2003 di Banca Fideuram corredati delle rispettive relazioni degli amministratori, dei collegi sindacali e della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.;
- Relazione trimestrale consolidata al 31 marzo 2004 della Banca Fideuram ed il consuntivo del primo trimestre 2004 di Fideuram Vita;
- Statuti vigenti di Banca Fideuram, SPIMI e Fideuram Vita ed il testo delle modifiche proposte ai relativi statuti;
- Andamento delle quotazioni di borsa delle azioni di Banca Fideuram su archi temporali ritenuti significativi e stime reddituali espresse da analisti di mercato;
- Andamento delle quotazioni di borsa e stime reddituali e patrimoniali riferite ad un campione di aziende bancarie quotate;

- Il documento “Preconsuntivo 2003, budget 2004, proiezione 2005”, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Banca Fideuram in data 12 dicembre 2003;
- L’“Accordo quadro per la scissione da parte di Banca Fideuram S.p.A. in favore di Sanpaolo IMI S.p.A della partecipazione in Fideuram Vita S.p.A.”, sottoscritto da Banca Fideuram e SPIMI in data 18 maggio 2004;
- La “Relazione di stima del valore di libero mercato di immobili appartenenti alla società Fideuram Vita S.p.A. ubicati in Roma” predisposta da Valtech S.r.l., datata 29 aprile 2004;
- Calcoli analitici dei Consulenti utilizzati per la stima dei rapporti di assegnazione;
- Istanza presentata da SPIMI alla Banca d’Italia per l’ottenimento dell’autorizzazione all’operazione di scissione datata 20 aprile 2004 e successiva integrazione del 19 maggio 2004;
- Relazione di stima del rapporto di assegnazione datata 18 maggio 2004 emessa da Goldman Sachs International e J.P. Morgan Chase & Co in qualità di consulenti degli amministratori di SPIMI;
- Elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Banca Fideuram, non siano intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e che non siano intervenuti eventi che possano comportare significative variazioni dei parametri assunti nella determinazione del rapporto di assegnazione. Analoga attestazione, rilasciata dalla direzione di SPIMI alla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. è stata messa a nostra disposizione.

4. Metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di assegnazione

Gli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, in considerazione della rilevanza e complessità dell’operazione di scissione, che è parte di un unico progetto di concentrazione delle società assicurative del Gruppo Sanpaolo IMI, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera comparabile le due società.

In tale contesto, gli amministratori, con il supporto dei Consulenti, hanno individuato le metodologie ritenute più idonee e che rappresentano criteri riconosciuti tra i più validi ed efficaci avuto riguardo alle caratteristiche distintive di Fideuram Vita e SPIMI, alla tipologia di operatività ed ai mercati di

riferimento in cui le stesse operano, nonché alla prassi valutativa relativa a operazioni similari. Le metodologie adottate a tale scopo, hanno tenuto conto del fatto che la partecipazione detenuta da Banca Fideuram si riferisce ad una società non quotata operante nel settore assicurativo vita, mentre le azioni da assegnare rappresentano una quota minimale del capitale di una società quotata operante nel settore bancario.

Inoltre gli amministratori hanno tenuto in considerazione che, in data successiva al 31 dicembre 2003, è stata perfezionata la cessione da parte di Banca Fideuram a favore di Fideuram Vita della partecipazione totalitaria detenuta in Fideuram Assicurazioni.

Tenuto conto delle considerazioni di cui sopra, sono state adottate le seguenti metodologie.

Fideuram Vita

I metodi di valutazione adottati per la stima di Fideuram Vita fanno riferimento a diffuse metodologie accettate ed utilizzate nella prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore assicurativo:

- il criterio dell'*Appraisal Value*; e
- il criterio dei multipli da transazioni comparabili.

Il criterio dell'*Appraisal Value* è stato considerato dagli amministratori come la metodologia più significativa in quanto permette di determinare il valore della partecipazione sulla base di un'analisi attuariale e dello sviluppo prospettico di Fideuram Vita, tenendo conto dell'Accordo di distribuzione. Analoga conclusione è stata raggiunta dagli amministratori di SPIMI i quali, anche su indicazione dei propri consulenti, in considerazione delle specificità dell'operazione e delle società oggetto di analisi, hanno privilegiato il criterio dell'*Appraisal Value* per la valutazione del capitale economico di Fideuram Vita.

L'analisi dei multipli di operazioni comparabili è stata utilizzata come metodologia di controllo.

Il criterio dell'*Appraisal Value* stima il valore di una compagnia assicurativa sulla base dei seguenti elementi:

- il valore intrinseco (*Embedded Value*), che è una stima, utilizzando tecniche attuariali, del valore di una società, pari alla somma del patrimonio netto rettificato e del valore del portafoglio esistente (*Value In-Force*, "VIF") alla data di valutazione;
- il *Goodwill*, rappresentato dal valore attuale netto dei profitti futuri derivanti dalla nuova produzione che sarà realizzata in un orizzonte temporale determinato.

In particolare il valore dell'*Embedded Value* esprime il valore del capitale economico di una compagnia assicurativa in funzione dei seguenti elementi:

- il patrimonio netto rettificato della società, ovvero il patrimonio netto contabile rettificato per esprimere le poste di bilancio al valore corrente; e
- il valore del VIF, ovvero il valore attuale dei profitti derivanti dal portafoglio di polizze in essere alla data di valutazione, sulla base delle stime effettuate da Tillinghast.

Con riferimento all'esistenza di due distinte categorie di azioni che compongono il capitale di Fideuram Vita, gli amministratori, tenuto conto delle caratteristiche delle azioni privilegiate e anche sulla base delle indicazioni fornite dai Consulenti, hanno trattato tali azioni privilegiate come azioni ordinarie ai fini della determinazione del rapporto di assegnazione.

Il criterio dei multipli da transazioni comparabili si basa sull'analisi delle operazioni societarie nell'ambito del mercato assicurativo italiano aventi ad oggetto compagnie ritenute comparabili a Fideuram Vita. Il metodo prevede la determinazione di rapporti (multipli) tra i prezzi pagati in tali operazioni, e grandezze patrimoniali, economiche ed attuariali della società oggetto dell'operazione. In particolare, nel caso di specie, i rapporti così ottenuti sono stati applicati all'*Embedded Value* di Fideuram Vita al fine di ottenere il valore corrente della società stessa.

SPIMI

Al fine di pervenire alla stima del valore delle azioni ordinarie SPIMI gli amministratori, sulla base delle indicazioni dei Consulenti, hanno tenuto conto di quanto segue:

- le azioni ordinarie SPIMI sono quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.;
- SPIMI si colloca tra le società italiane a maggior capitalizzazione;
- i volumi delle azioni ordinarie SPIMI scambiate giornalmente evidenziano che le azioni sono altamente liquide;
- i principali intermediari finanziari pubblicano regolarmente documenti di ricerca su SPIMI contribuendo in tal modo alla diffusione di informazioni ed analisi necessarie affinché il prezzo di mercato rifletta adeguatamente il valore dell'azione e;
- le azioni da assegnare agli azionisti di Banca Fideuram rappresentano solo una parte minimale del capitale di SPIMI.

Sono stati quindi individuati:

- il criterio delle quotazioni di Borsa e;
- il criterio dei multipli di mercato.

Gli amministratori, anche su indicazione dei Consulenti, hanno ritenuto di selezionare il criterio delle quotazioni di Borsa quale metodo principale di valutazione per la stima del valore delle azioni ordinarie SPIMI. Analoga conclusione è stata raggiunta dagli amministratori di SPIMI i quali, anche su

indicazione dei propri consulenti, in considerazione dell'elevata liquidità delle azioni SPIMI, del loro utilizzo quale strumento di pagamento nell'ambito della scissione e della sostanziale coerenza dei risultati derivanti dalle analisi condotte secondo altre metodologie di valutazione, hanno privilegiato il criterio delle quotazioni di Borsa per la valutazione del capitale economico di SPIMI.

L'analisi dei multipli di mercato è stata utilizzata come metodologia di controllo.

Il criterio delle quotazioni di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione espressa in base ai prezzi dei titoli, negoziati su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società stessa. In particolare, il metodo delle quotazioni di Borsa è considerato essenziale per la valutazione di società quotate, nel caso in cui i volumi medi scambiati siano significativi.

Nell'ambito dell'applicazione di tale criterio, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità, da un lato, di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e, dall'altro, di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione. In particolare, è stato fatto riferimento alla media dei prezzi ufficiali dell'ultimo mese (con data di riferimento il 17 maggio 2004).

Inoltre, tenuto conto che l'Assemblea degli Azionisti di SPIMI ha deliberato in data 29 aprile 2004 la distribuzione di un dividendo e considerata la tempistica della scissione, si è fatto riferimento nella definizione del rapporto di assegnazione al valore dei prezzi ufficiali di Borsa al netto degli effetti economici del pagamento dei dividendi (valore delle azioni *ex dividend*).

Secondo il criterio dei multipli di mercato, il valore di una società si determina assumendo quale riferimento le indicazioni fornite dal mercato con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

Il metodo si basa sulla determinazione di multipli calcolati come il rapporto tra valori borsistici e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili alla società oggetto di valutazione. Nell'applicazione di tale metodologia, utilizzata dagli amministratori come metodo di controllo, i moltiplicatori così determinati sono stati confrontati, al fine di verificarne il relativo allineamento, con i corrispondenti multipli della società oggetto di valutazione, previa eventuale rettifica per tener conto di situazioni contingenti di differenza fra le società del campione e la società valutata.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori

Gli amministratori hanno indicato le seguenti difficoltà di valutazione:

- l'assenza di un campione significativo di società quotate comparabili a Fideuram Vita, sia a livello nazionale sia a livello internazionale, ha limitato le metodologie valutative applicabili;
- la redditività di Fideuram Vita è particolarmente sensibile ai meccanismi di retrocessione commissionale stabiliti tra le reti distributive e la società prodotta stessa. Pertanto la comparabilità di Fideuram Vita rispetto alle altre società operanti nello stesso settore è limitata;
- i meccanismi di retrocessione sopramenzionati hanno subito delle variazioni nel corso dell'anno 2003, di seguito sono venuti a mancare i riferimenti inerenti il profilo reddituale storico di Fideuram Vita. L'Accordo di distribuzione che Banca Fideuram e il Polo Assicurativo intendono sottoscrivere modifica ulteriormente i rapporti di retrocessione e quindi anche il profilo reddituale futuro di Fideuram Vita;
- il piano finanziario di Banca Fideuram relativo agli esercizi 2003/2005, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 12 dicembre 2003, è stato predisposto in data precedente alla sottoscrizione dell'Accordo di distribuzione tra Banca Fideuram e il Polo Assicurativo che le parti intendono sottoscrivere e;
- il capitale di Fideuram Vita è composto da due diverse categorie di azioni.

 6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli amministratori

In base ai criteri citati al precedente paragrafo 4 sono stati identificati i seguenti intervalli di valore della partecipazione oggetto di scissione e delle azioni di SPIMI:

Valori	Minimo	Massimo
Valore di Fideuram Vita (in € milioni)		
- Criterio dell' <i>Appraisal Value</i>	654	703
- Criterio dei multipli da transazioni comparabili	603	724
Valore per Azione ordinaria SPIMI (in €)		
- Criterio delle quotazioni di Borsa		9,27*

* Valore per azione "*ex dividend*" risultante dalla media dei prezzi ufficiali di Borsa delle azioni ordinarie SPIMI dell'ultimo mese (con data di riferimento il 17 maggio 2004)

Gli amministratori hanno esplicitato per SPIMI, solo i risultati ottenuti dall'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa in quanto, sulla base di quanto espresso dai Consulenti, i valori ottenuti non sono risultati

sostanzialmente difforni da quelli ottenuti in base al criterio dei multipli di mercato.

Al fine di determinare il rapporto di assegnazione, il valore del capitale economico minimo e massimo di Fideuram Vita, determinati mediante l'applicazione del metodo principale (*Appraisal Value*), è stato rapportato al numero totale delle azioni di Banca Fideuram, pari a n. 980.290.564, e ulteriormente diviso per il valore dell'azione ordinaria SPIMI, determinato mediante l'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa.

L'intervallo dei rapporti di assegnazione, individuato come sopra indicato, risulta compreso tra n. 0,0720 e 0,0774 azioni ordinarie SPIMI per ogni azione Banca Fideuram.

Gli amministratori, sulla base dei risultati individuati dai Consulenti, sono giunti alla determinazione del seguente rapporto di assegnazione:

n. 0,07470 azioni ordinarie SPIMI per ogni azione Banca Fideuram.

7. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

I bilanci d'esercizio e consolidati di Banca Fideuram e SPIMI ed il bilancio d'esercizio di Fideuram Vita al 31 dicembre 2003, sono stati assoggettati a revisione contabile dalla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.; abbiamo ottenuto da detta società le informazioni sul lavoro svolto e sui risultati ottenuti.

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con la direzione della Società scissa e sulla base delle Relazioni trimestrali consolidate al 31 marzo 2004 di Banca Fideuram e SPIMI e del consuntivo del primo trimestre 2004 di Fideuram Vita, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura dei bilanci sopra menzionati che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Per quanto riguarda il Piano di raccolta premi di Fideuram Vita relativo agli esercizi 2004 – 2006 fornito dalla direzione di Banca Fideuram, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con la direzione della Società scissa i criteri utilizzati ai fini della redazione degli stessi, anche considerando l'Accordo di distribuzione.

Abbiamo inoltre discusso i criteri metodologici utilizzati ed i parametri tecnici ed economico-finanziari dei modelli di valutazione adottati nelle valutazioni attuariali di Fideuram Vita e di Fideuram Assicurazioni al 31 dicembre 2003, predisposte da Tillinghast. Tale verifica è stata svolta con l'obiettivo di accertare se i criteri valutativi, utilizzati dagli amministratori e dai Consulenti, fossero idonei a soddisfare le finalità del processo valutativo.

8. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di assegnazione

Abbiamo svolto un esame critico della metodologia seguita dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, per la determinazione del valore economico delle società interessate e, quindi, del rapporto di assegnazione, verificandone l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze.

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verificato la completezza e l'uniformità, compatibilmente con gli elementi caratteristici di SPIMI e di Fideuram Vita, dei procedimenti seguiti dagli amministratori nella determinazione del rapporto di assegnazione;
- sviluppato *sensitivity analysis* nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, considerando per le quotazioni di borsa le informazioni più recenti disponibili, con l'obiettivo di verificare quanto il rapporto di assegnazione fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri utilizzati nella relazione di stima;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla documentazione utilizzata descritta al precedente paragrafo 3;
- verificato la correttezza matematica dei calcoli del rapporto di assegnazione effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori anche sulla base dell'indicazione dei Consulenti;
- ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Banca Fideuram, non siano intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e che non siano intervenuti eventi che possano comportare significative variazioni dei parametri assunti nella determinazione del rapporto di assegnazione;
- effettuato incontri con i Consulenti per discutere in merito all'attività svolta, alle difficoltà incontrate ed alle soluzioni adottate.

Infine, abbiamo esaminato e discusso la relazione di stima sul rapporto di assegnazione delle azioni SPIMI predisposta dalle società Goldman Sachs International e J.P. Morgan Chase & Co in qualità di consulenti degli amministratori di SPIMI, che espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta ed i valori risultanti dalla loro applicazione.

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

Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori economici della partecipazione scissa e delle azioni

ordinarie di SPIMI, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini della determinazione del rapporto di assegnazione. Nel caso di specie, gli amministratori nella scelta dei criteri hanno tenuto conto del fatto che Fideuram Vita è una società non quotata operante nel settore assicurativo vita, mentre le azioni ordinarie SPIMI si riferiscono ad una società quotata operante nel settore bancario.

Ciò premesso, i metodi sviluppati dagli amministratori per l'operazione in oggetto, sono comunemente accettati ed utilizzati sia nel settore bancario sia in quello assicurativo. In particolare:

- per SPIMI, considerata l'elevata liquidità delle azioni ordinarie e del loro utilizzo quale strumento di pagamento nell'ambito della scissione, gli amministratori hanno privilegiato lo sviluppo di metodi di mercato per la determinazione del valore economico delle azioni ordinarie SPIMI. In particolare, sono stati prescelti il metodo dei prezzi di borsa come metodo principale e dei multipli di mercato come metodo di controllo. Relativamente ai prezzi di borsa gli amministratori hanno utilizzato un orizzonte temporale pari ad un mese per assorbire eventuali fluttuazioni del prezzo del titolo, mentre per i multipli di mercato è stato considerato il rapporto tra prezzi ed utili (PE) di un campione di banche italiane quotate;
- per Fideuram Vita, gli amministratori hanno applicato come metodo principale l'*Appraisal Value*, che presenta consolidate basi dottrinali ed applicative nel settore assicurativo. Come metodo di controllo gli amministratori hanno sviluppato un metodo di mercato, rappresentato dalle transazioni comparabili che risulta essere comunemente utilizzato dagli analisti finanziari per la valutazione di società in occasione di operazioni societarie.

10. Limiti e difficoltà incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

I limiti e le difficoltà che abbiamo incontrato nell'espletamento dell'incarico sono di seguito riepilogati.

Utilizzo di valori di mercato. L'applicazione dei metodi di mercato ha comportato l'utilizzo di riferimenti di mercato, quali i prezzi di borsa e di recenti transazioni comparabili, soggetti a fluttuazioni significative e in generale a fluttuazioni più ampie rispetto ai parametri utilizzati nell'ambito dei metodi analitici. I prezzi negoziati sul mercato scontano, infatti, diversi fattori legati sia all'andamento del ciclo economico, sia a variabili esterne, sia a situazioni specifiche legate alla società quotata.

Utilizzo di dati previsionali. Le valutazioni condotte dagli amministratori, con l'ausilio dei Consulenti, sono fondate anche su metodi che utilizzano proiezioni economiche e stima dei tassi di crescita. Conseguentemente, la volatilità del mercato potrebbe comportare cambiamenti dello scenario valutativo di riferimento e degli indicatori macroeconomici.

Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori. Gli amministratori hanno incontrato le difficoltà di valutazione nella stima dei valori indicate nel precedente paragrafo 5. Anche tali difficoltà sono state considerate nell'ambito del nostro lavoro.

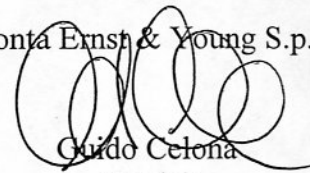
Le predette difficoltà di valutazione sono state oggetto di attenta considerazione ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità del rapporto di assegnazione.

11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di assegnazione delle azioni pari a 0,07470 azioni ordinarie (da nominali euro 2,80) di Sanpaolo IMI S.p.A. per ogni azione di Banca Fideuram S.p.A., contenuto nel progetto di scissione.

Roma, 25 maggio 2004

Reconta Ernst & Young S.p.A.



Guido Celona
(Socio)