


Torino, 18 maggio 2004

**Relazione al Consiglio di Amministrazione di
Banca Fideuram S.p.A.**

**Relazione inerente alla determinazione del rapporto di cambio
relativo alla scissione parziale della partecipazione detenuta da
Banca Fideuram S.p.A. in Fideuram Vita S.p.A.
a favore di SANPAOLO IMI S.p.A.**

citigroup 

Pagina volutamente lasciata in bianco

Indice

1. Introduzione	3
1.1 Premessa	3
1.2 Società interessate all'Operazione	4
1.3 Finalità della Relazione	4
1.4 Data di riferimento	4
1.5 Documentazione utilizzata	5
1.6 Difficoltà e limiti	6
2. Analisi della stima del Rapporto di Cambio	6
2.1 Premessa	6
2.2 Metodologie di valutazione adottate per la valutazione di Fideuram Vita	8
2.3 Metodologie di valutazione adottate per la valutazione di SANPAOLO IMI	9
3. Risultati e conclusioni	11

1. Introduzione

1.1 Premessa

Nell'ambito dell'incarico conferito, il Consiglio di Amministrazione (il "**Consiglio**") di Banca Fideuram S.p.A. ("**Banca Fideuram**") ha richiesto a Citigroup Global Markets Limited ("**Citigroup**") di fornire assistenza nella determinazione del numero di azioni di SANPAOLO IMI S.p.A. ("**SANPAOLO IMI**") da assegnare ai soci di Banca Fideuram diversi da SANPAOLO IMI (il "**Rapporto di Cambio**") in relazione alla prospettata scissione parziale dell'intera partecipazione detenuta da Banca Fideuram in Fideuram Vita S.p.A. ("**Fideuram Vita**") a favore di SANPAOLO IMI (l'"**Operazione**").

La presente relazione (la "**Relazione**") è stata redatta per uso esclusivo del Consiglio, che ne è l'unico e solo destinatario, a supporto delle determinazioni di competenza dello stesso ed al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti utili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio nell'ambito dell'Operazione. Il Consiglio pertanto valuterà autonomamente come utilizzare le conclusioni cui Citigroup è giunta nella Relazione. Conseguentemente, ogni scelta e decisione in merito al Rapporto di Cambio resta di esclusiva competenza del Consiglio che sarà pertanto l'unico e solo responsabile di tale scelta.

Il Consiglio potrà, ove richiesto da leggi, mettere la Relazione a disposizione delle Autorità competenti e potrà utilizzare, a soli fini informativi, la Relazione per la predisposizione del documento informativo per l'assemblea straordinaria degli azionisti di Banca Fideuram chiamata a deliberare sull'Operazione (la "**Assemblea**"). Del suddetto utilizzo sarà in ogni caso pienamente ed esclusivamente responsabile il Consiglio. Qualsiasi altra forma di diffusione e qualsiasi diverso utilizzo, in tutto o in parte, della Relazione o del suo contenuto dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto, nella forma e nel contenuto, da Citigroup. La distribuzione a terzi della relazione quand'anche autorizzata da Citigroup, non costituirà comunque, né potrà essere considerata come, una consulenza di Citigroup a costoro. Banca Fideuram è a conoscenza che Citigroup è stata incaricata di assistere Fideuram Vita in relazione al progetto di fusione della stessa in Noricum Vita S.p.A..

La Relazione non è destinata agli azionisti di Banca Fideuram né intende fornire loro alcuna indicazione o raccomandazione in merito alle determinazioni da assumere nell'Assemblea.

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

Non è stato richiesto, né Citigroup ha autonomamente formulato, ai fini del presente documento, alcun giudizio sulla fattibilità e/o opportunità dell'Operazione, singolarmente considerata o in alternativa ad altre operazioni eventualmente considerate da Banca Fideuram e/o SANPAOLO IMI. Nulla di quanto rappresentato nella Relazione può o potrà essere considerato quale garanzia o indicazione dei risultati futuri di Banca Fideuram, Fideuram Vita o SANPAOLO IMI, o di qualunque società controllata o partecipata dalle stesse, o quale indicazione per quanto concerne i prezzi ai quali i titoli Banca Fideuram e SANPAOLO IMI potranno essere negoziati in Borsa.

1.2 Società interessate all'Operazione

Le società coinvolte nell'Operazione sono le seguenti:

- Banca Fideuram S.p.A., con sede a Roma, Piazzale Giulio Douhet, 31, capitale sociale al 18 maggio 2004 pari a €254.875.547 costituito da n. 980.290.564 azioni ordinarie del valore nominale di €0,26 ciascuna, quale società oggetto della scissione parziale;
- SANPAOLO IMI S.p.A., con sede a Torino, Piazza San Carlo, 156, capitale sociale al 18 maggio 2004 pari a €5.144.064.800 costituito da n. 1.448.831.982 azioni ordinarie del valore nominale di €2,8 ciascuna, e n. 388.334.018 azioni privilegiate del valore nominale di €2,8 ciascuna, quale società beneficiaria.

Nell'ambito dell'Operazione prospettata, sono oggetto di valutazione:

- la partecipazione detenuta da Banca Fideuram in Fideuram Vita, pari a n. 9.369.360 azioni ordinarie del valore nominale di €5,2 ciascuna, e n. 4.524.873 azioni privilegiate del valore nominale di €5,2 ciascuna, che rappresenta circa il 99,8% del capitale ordinario e privilegiato di Fideuram Vita (la "**Partecipazione**");
- le azioni ordinarie SANPAOLO IMI (le "**Azioni**"). Le Azioni saranno assegnate agli azionisti di Banca Fideuram diversi da SANPAOLO IMI a fronte dell'assegnazione della Partecipazione a beneficio di SANPAOLO IMI nell'ambito dell'Operazione in un numero che sarà determinato sulla base del Rapporto di Cambio.

Per una puntuale descrizione dell'Operazione si rinvia al Progetto di Scissione che sarà approvato dal Consiglio ed ai riferimenti in esso contenuti.

1.3 Finalità della Relazione

La presente Relazione si propone esclusivamente di fornire al Consiglio indicazioni e riferimenti utili per la determinazione del Rapporto di Cambio da proporre all'Assemblea.

1.4 Data di riferimento

La data di riferimento delle valutazioni e delle conclusioni contenute nella Relazione è quella del 18 maggio 2004 sulla base dell'assunzione e condizionatamente al fatto che, come rappresentato da Banca Fideuram a Citigroup, nel periodo intercorrente tra la data di riferimento delle ultime situazioni patrimoniali disponibili di cui al successivo punto 1.5 per Fideuram Vita, Fideuram Assicurazioni e SANPAOLO IMI ("**Società**"), e la data della Relazione, non si siano verificati eventi tali da modificare in modo significativo o rilevante il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle Società oggetto di analisi. Sottolineiamo che, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio ai fini dell'Operazione, abbiamo tenuto conto: (i) dell'acquisizione di Fideuram Assicurazioni S.p.A. ("**Fideuram Assicurazioni**") da parte di Fideuram Vita in data 8 marzo 2004 e (ii) dell'aumento di capitale da parte di Fideuram Vita conclusosi il 26 gennaio 2004.

I prezzi di Borsa di SANPAOLO IMI cui si è fatto riferimento nella Relazione sono aggiornati al 17 maggio 2004.

Le analisi contenute nella presente Relazione sono state effettuate sul presupposto che, sino alla data in cui l'Operazione inizierà a produrre i suoi effetti giuridici, non intervengano variazioni significative o rilevanti nelle situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie delle Società.

1.5 Documentazione utilizzata

Nel predisporre la Relazione, Citigroup si è basata esclusivamente su Informazioni Pubbliche, come *infra* definite, e su dati ed informazioni contenuti in documenti forniti dal management di Banca Fideuram e Fideuram Vita e dai suoi consulenti (la "Documentazione").

Citigroup ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza delle Informazioni Pubbliche e della Documentazione ricevuta, senza quindi dar corso ad alcuna verifica indipendente in merito alla veridicità, accuratezza e completezza degli stessi. Il Consiglio pertanto prende atto che la correttezza delle valutazioni contenute nella presente Relazione e delle conclusioni in essa raggiunte dipendono imprescindibilmente dalla correttezza, veridicità e completezza delle informazioni e dei documenti su cui tali valutazioni e conclusioni si fondano.

Come da incarico ricevuto dal Consiglio, nessuna attività di *due diligence* è stata effettuata da Citigroup. Quest'ultima, inoltre, non ha condotto indagini, verifiche e valutazioni indipendenti relative alle singole poste e componenti dell'attivo e del passivo di Fideuram Vita, Fideuram Assicurazioni e SANPAOLO IMI.

Le valutazioni e conclusioni contenute nella Relazione sono basate sui seguenti documenti che costituiscono parte integrante della Documentazione:

Per Fideuram Vita:

- Bilanci civilistici e consolidati certificati per gli esercizi 2002 e 2003;
- Accordo di distribuzione, tra Banca Fideuram e il costituendo Polo Assicurativo¹ che le parti intendono sottoscrivere, contenente le previsioni atte a regolare tutti i rapporti tra le due società in relazione alla promozione e distribuzione di prodotti e servizi assicurativi da parte di Banca Fideuram ("Accordo di Distribuzione");
- Piano di raccolta premi relativo agli esercizi 2004-2006 fornito dal management di Banca Fideuram; e
- Valutazione attuariale di Fideuram Vita al 31/12/2003, così come predisposta da Tillinghast - Towers Perrin ("Tillinghast") nella relazione in data 17 maggio 2004 intitolata "Valutazione attuariale di Fideuram Vita S.p.A. al 31 dicembre 2003" in conformità alle condizioni contenute in una lettera di incarico conferito congiuntamente da SANPAOLO IMI e Banca Fideuram in data 5 febbraio 2004.

Per Fideuram Assicurazioni:

- Bilanci civilistici certificati per gli esercizi 2002 e 2003;
- Valutazione attuariale di Fideuram Assicurazioni al 31/12/2003, così come predisposta da Tillinghast nella relazione in data 23 dicembre 2003 intitolata "Fideuram Assicurazioni S.p.A. - Valutazione indipendente delle riserve sinistri e calcolo dell'appraisal value al 31 dicembre 2003" in conformità alle condizioni contenute in una lettera di incarico conferito congiuntamente da Banca Fideuram e Fideuram Vita in data 4 dicembre 2003; e
- Contratto stipulato in data 8 marzo 2004 da Fideuram Vita e Banca Fideuram per la compravendita di Fideuram Assicurazioni.

¹ Il Polo Assicurativo è la società assicurativa risultante dalla fusione in Noricum Vita S.p.A di Sanpaolo Vita S.p.A e Fideuram Vita S.p.A.

Per SANPAOLO IMI:

- Bilanci civilistici e consolidati certificati per gli esercizi 2002 e 2003;
- Relazioni civilistiche e consolidate semestrali al 30 giugno 2002 e 2003;
- Relazioni consolidate trimestrali relative agli esercizi 2003 e 2004; e
- Andamento dei prezzi di Borsa delle azioni ordinarie SANPAOLO IMI su archi temporali ritenuti significativi.

In aggiunta all'esame dei documenti sopra richiamati, Citigroup si è avvalsa anche di informazioni pubbliche, incluse quelle relative a recenti operazioni aventi oggetto o struttura simile all'Operazione e, come tali, ritenute rilevanti ai fini della redazione della Relazione (le "Informazioni Pubbliche").

1.6 Difficoltà e limiti

Nello svolgere le valutazioni finalizzate alla determinazione del Rapporto di Cambio da proporre all'Assemblea, Citigroup ha riscontrato le seguenti limitazioni e difficoltà, di cui il Consiglio prende atto e riconosce la rilevanza:

- l'assenza di un campione significativo di società quotate comparabili a Fideuram Vita sia a livello nazionale che 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 per Fideuram Vita, di seguito sono venuti a mancare riferimenti inerenti il profilo reddituale storico della società stessa. 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 in data 12 dicembre 2003 è stato predisposto in data precedente alla sottoscrizione dell'Accordo di Distribuzione tra Banca Fideuram e il Polo Assicurativo. Il management di Banca Fideuram ha fornito a Citigroup una revisione delle prospettive di sviluppo di Fideuram Vita dopo l'Operazione; e
- il capitale di Fideuram Vita è composto da due diverse categorie di azioni.

2. Analisi della stima del Rapporto di Cambio

2.1 Premessa

La stima del Rapporto di Cambio ai fini dell'Operazione comporta la valutazione del valore della Partecipazione e delle Azioni. Le metodologie adottate a tale scopo hanno tenuto conto del fatto che la Partecipazione si riferisce ad una società non quotata operante nel settore assicurativo vita, mentre le Azioni rappresentano una parte limitata del capitale di una società quotata operante nel settore bancario.

Tenuto conto delle considerazioni di cui sopra, sono state adottate le seguenti metodologie ai fini della valutazione della Partecipazione e delle Azioni.

(A) Fideuram Vita

Al fine di pervenire alla stima del valore della Partecipazione, Citigroup ha tenuto conto e riflesso nella scelta delle metodologie di valutazione, oltre ai risultati economico-finanziari storici e attesi, le caratteristiche distintive di Fideuram Vita nonché altre circostanze qualitative e quantitative che influiscono sulla valutazione della Partecipazione.

I metodi di valutazione adottati per la stima della Partecipazione 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 pagati in operazioni comparabili.

Nella selezione e nell'applicazione dei suddetti criteri, Citigroup ha considerato le caratteristiche, i vantaggi e i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nel settore assicurativo. In particolare, il criterio dell' *Appraisal Value* è stato considerato 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 che verrà sottoscritto tra Banca Fideuram e il Polo Assicurativo. Il criterio dei multipli pagati in operazioni comparabili è stato utilizzato come metodologia di controllo. Data l'assenza di un campione significativo di società quotate comparabili a Fideuram Vita il criterio dei multipli di mercato o della regressione statistica non è stato utilizzato.

Il capitale sociale di Fideuram Vita è formato da azioni ordinarie e da azioni privilegiate. Prese in considerazione le caratteristiche di tali azioni, Citigroup ha ritenuto corretto considerare le azioni privilegiate alla stregua delle azioni ordinarie.

(B) SANPAOLO IMI

Al fine di pervenire alla stima del valore delle Azioni, Citigroup ha tenuto conto, e riflesso nella scelta della metodologia di valutazione, che:

- le azioni ordinarie SANPAOLO IMI sono quotate presso il Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA") e SANPAOLO IMI si colloca tra le società Italiane a maggior capitalizzazione;
- i volumi delle azioni ordinarie SANPAOLO IMI scambiate giornalmente evidenziano che le azioni sono altamente liquide;
- i principali intermediari finanziari pubblicano regolarmente documenti di ricerca su SANPAOLO IMI 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 limitata del capitale ordinario di SANPAOLO IMI.

Citigroup ha quindi selezionato il metodo delle quotazioni di Borsa quale metodo principale di valutazione per la stima del valore delle Azioni ed il criterio dei multipli di

mercato quale metodologia di controllo. Nella selezione e nell'applicazione dei suddetti criteri, Citigroup ha considerato le caratteristiche, i vantaggi e i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nel settore bancario. Citigroup ha provveduto ad analizzare il Rapporto di Cambio sulla base delle metodologie di seguito illustrate, pervenendo alle conclusioni contenute nella sezione 3. della Relazione.

La valutazione della Partecipazione e delle Azioni contenuta nella presente Relazione è stata effettuata solo ed esclusivamente in funzione dell'individuazione del Rapporto di Cambio ai fini dell'Operazione. Pertanto, tutte le indicazioni di carattere valutativo contenute nella presente Relazione non possono essere utilizzate per finalità differenti dall'indicazione del Rapporto di Cambio nell'ambito dell'Operazione.

2.2 Metodologie di valutazione adottate per la valutazione di Fideuram Vita

Di seguito si fornisce una descrizione di ciascuna delle metodologie di valutazione utilizzate.

1. Criterio dell'Appraisal Value

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

- A. 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;
- B. Il *Goodwill*, ovvero il valore attuale netto dei profitti futuri derivanti dalla nuova produzione che sarà realizzata in un orizzonte temporale determinato.

L'applicazione del criterio dell'*Appraisal Value* comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$V_e = \text{Embedded Value} + \text{Goodwill}$$

dove:

V_e = Valore della società assicurativa

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

1. Il patrimonio netto rettificato della società, ovvero il patrimonio netto di bilancio più le rettifiche necessarie per considerare al valore di mercato le attività sottostanti; e
2. 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 Tillinghast.

Il valore dell' *Embedded Value* è quindi determinato sulla base della seguente formula:

$$\text{Embedded Value} = \text{PNR} + \text{VIF}$$

dove:

PNR = Patrimonio Netto Rettificato

VIF = Valore del portafoglio esistente

Il valore del *Goodwill* è stato determinato in base alla seguente formula:

$$Goodwill = \sum_{i=1}^n \frac{NBV_i}{(1+i)^i}$$

dove:

Goodwill = Sommatoria dei valori attuali del valore della nuova produzione realizzata nell'arco temporale considerato

NBV_1 = Valore di un anno di nuova produzione, sulla base delle stime Tillinghast

i = Tasso di attualizzazione

Il valore di un anno di nuova produzione è stato determinato moltiplicando il volume di nuova produzione annualizzata per il margine di redditività della stessa. Entrambi i volumi di nuova produzione ed i margini di redditività hanno tenuto conto dell'Accordo di Distribuzione tra Banca Fideuram e il Polo Assicurativo, che le parti intendono sottoscrivere.

2. Criterio dei multipli pagati in operazioni comparabili

Il criterio dei multipli pagati in operazioni comparabili si basa sull'analisi dei multipli pagati in operazioni di acquisizione nell'ambito del mercato assicurativo italiano aventi ad oggetto compagnie ritenute comparabili a Fideuram Vita. Per l'applicazione del modello si calcolano una serie di rapporti (multipli) fra il valore implicito attribuito alle compagnie sulla base del prezzo pagato per l'acquisizione di una quota del capitale delle stesse ed alcuni parametri significativi in particolare l'*Embedded Value*. I rapporti medi così ottenuti vengono quindi applicati ai risultati di Fideuram Vita al fine di ottenere il valore della società assicurativa stessa.

L'applicazione del criterio dei multipli pagati in operazioni comparabili ha portato alla determinazione di un intervallo di valore di Fideuram Vita che comprende l'intervallo definito attraverso il criterio dell'*Appraisal Value*.

2.3 **Metodologia di valutazione adottata per la valutazione di SANPAOLO IMI**

Di seguito si fornisce una descrizione della metodologia di valutazione utilizzata.

1. Criterio delle quotazioni di Borsa

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, abbiamo fatto riferimento alla media ufficiale dell'ultimo mese.

Tenuto conto che l'Assemblea degli Azionisti di SANPAOLO IMI ha deliberato in data 29 aprile 2004 un dividendo e considerata la tempistica dell'Operazione, per cui le Azioni verranno assegnate agli azionisti di Banca Fideuram in seguito al pagamento di tali

dividendi, si è fatto riferimento nella definizione del Rapporto di Cambio al valore dei prezzi ufficiali di Borsa al netto degli effetti economici del pagamento dei dividendi. Tramite la sottrazione del valore del dividendo al valore del prezzo ufficiale di Borsa stimato lungo l'arco temporale di riferimento siamo giunti al valore delle azioni *ex dividend*.

2. Criterio dei multipli di mercato

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 di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione selezionato di società comparabili. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori qualora questa non sia quotata o di verificare se tali moltiplicatori siano in linea con quelli espressi dal mercato per la società oggetto di valutazione, qualora questa sia quotata.

I multipli possono subire rettifiche qualora sussistano situazioni contingenti di differenza tra le società comparabili e la società oggetto della valutazione.

L'applicazione del criterio dei multipli di mercato non ha portato a risultati sostanzialmente differenti da quelli ottenuti attraverso l'utilizzo del criterio delle quotazioni di Borsa.

3. Risultati e conclusioni

Fermo restando le considerazioni, assunzioni e limitazioni evidenziate nella sezione 1. e sulla base delle analisi effettuate secondo i criteri descritti nella sezione 2. della presente Relazione, siamo pervenuti alla determinazione degli intervalli di valore delle azioni oggetto della Partecipazione e delle Azioni.

Valori	Minimo	Massimo
Valore della Partecipazione (in € milioni)		
- Criterio dell' <i>Appraisal Value</i>	654	703
- Criterio dei multipli pagati in operazioni comparabili	603	724
Valore per Azione SANPAOLO IMI (in €)		
- Criterio delle quotazioni di Borsa ⁽¹⁾		9,27

Nota: (1) Valore per azione *ex dividend* risultante dalla media dei prezzi ufficiali di Borsa delle azioni ordinarie SANPAOLO IMI dell'ultimo mese.

Ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, Citigroup ha diviso il valore minimo/massimo della Partecipazione per azione Banca Fideuram, ottenuto attraverso il criterio dell'*Appraisal Value*, per il valore di una Azione determinata applicando il criterio delle quotazioni di Borsa. Sulla base dei risultati sopra esposti, Citigroup è pervenuta all'individuazione del seguente intervallo di Rapporto di Cambio:

0,0720 – 0,0774 azioni ordinarie SANPAOLO IMI per una azione Banca Fideuram

.....

Citigroup Global Markets Limited