

Torino, 18 maggio 2004

**Relazione al Consiglio di Amministrazione di
SANPAOLO IMI S.p.A.**

**Relazione di stima del rapporto di cambio delle azioni
relativo al progetto di scissione della partecipazione
detenuta da Banca Fideuram S.p.A. in Fideuram Vita
S.p.A. a favore di SANPAOLO IMI S.p.A.**



Pagina volutamente lasciata in bianco

Indice

I. Introduzione	2
Premessa	2
Descrizione dell'operazione	3
Le società interessate alla Scissione.....	4
Finalità della stima del rapporto di cambio	5
Documentazione considerata	6
Data di riferimento della stima	7
Difficoltà e limiti delle analisi svolte	8
II. Analisi per la stima del rapporto di cambio	10
Premessa	10
Processo di determinazione del rapporto di cambio.....	11
Metodologie di valutazione utilizzate.....	11
Valutazione del Compendio Scisso	13
Criterio dell'Appraisal Value	13
Criterio dei multipli di mercato	16
Criterio delle transazioni comparabili.....	19
Azioni ordinarie e azioni privilegiate Fideuram Vita.....	20
Valutazione di SANPAOLO IMI.....	20
Criterio delle quotazioni di Borsa	20
Criterio dei flussi di dividendi attualizzati	22
Criterio dei multipli di mercato	24
Criterio della regressione statistica	26
Azioni ordinarie e azioni privilegiate SANPAOLO IMI	28
III. Risultati e conclusioni	29

I. Introduzione

Premessa

Nell'ambito dell'incarico loro conferito, il Consiglio di Amministrazione di SANPAOLO IMI S.p.A. (rispettivamente, il "Consiglio" e "SANPAOLO IMI") ha richiesto a Goldman Sachs International (di seguito "Goldman Sachs") ed a JPMorgan plc (di seguito "JPMorgan") di fornire assistenza in relazione alla determinazione, da parte del Consiglio stesso, del rapporto di cambio relativo alla prospettata operazione di scissione della partecipazione che Banca Fideuram S.p.A. (di seguito "Fideuram"), società controllata da SANPAOLO IMI, detiene in Fideuram Vita S.p.A. (di seguito "Fideuram Vita") a favore di SANPAOLO IMI (di seguito la "Scissione").

La presente relazione (di seguito la "Relazione") è stata redatta per uso esclusivo del Consiglio a supporto delle determinazioni di sua competenza ed al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti utili ai fini della determinazione del rapporto di cambio nell'ambito della Scissione qui descritta. Ogni decisione in merito all'individuazione del rapporto di cambio resta di esclusiva competenza e responsabilità del Consiglio; nessuno quindi, ad eccezione dei componenti del Consiglio, è autorizzato a fare affidamento sulla Relazione e sul suo contenuto.

La Relazione potrà essere messa a disposizione delle Autorità competenti e utilizzata, ai soli fini informativi, per la predisposizione del documento informativo per l'Assemblea chiamata a deliberare sulla Scissione. Il Consiglio sarà in ogni caso pienamente ed esclusivamente responsabile di tale utilizzo della Relazione. 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 Goldman Sachs e da JPMorgan.

La Relazione non è destinata agli azionisti di SANPAOLO IMI né intende fornire loro alcuna indicazione o raccomandazione in merito alle determinazioni da assumere nell'Assemblea che sarà chiamata a deliberare l'approvazione della Scissione. Gli azionisti di SANPAOLO IMI non potranno pertanto fare affidamento sulla Relazione e, qualora lo ritenessero opportuno, dovranno avvalersi di propri consulenti finanziari.

Per lo svolgimento dell'incarico ricevuto, Goldman Sachs e JPMorgan hanno provveduto a stimare il rapporto di cambio sulla base delle metodologie di seguito illustrate, pervenendo alle conclusioni contenute nella sezione III del presente documento.

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. Goldman Sachs e JPMorgan non assumono, inoltre, alcuna responsabilità diretta o indiretta per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo della Relazione e delle informazioni in essa contenute.

Nulla di quanto è rappresentato nella Relazione può o potrà essere ritenuto garanzia o indicazione dei risultati futuri di SANPAOLO IMI e Fideuram, o di qualunque società controllata o partecipata dalle stesse, o un'indicazione per quanto concerne i prezzi ai quali i titoli SANPAOLO IMI e Fideuram potranno essere negoziati sul mercato.

Descrizione dell'operazione

L'operazione in oggetto è rappresentata dalla scissione parziale proporzionale della partecipazione pari al 99,8% del capitale sociale di Fideuram Vita, rappresentata dal 100,0% delle azioni ordinarie e dal 99,4% delle azioni privilegiate, detenuta da Fideuram a favore di SANPAOLO IMI.

La suddetta operazione di Scissione si inquadra nel più ampio progetto – le cui linee guida sono state approvate dai Consigli di Amministrazione di SANPAOLO IMI e di Fideuram in data 13 febbraio 2004 – di riorganizzazione e razionalizzazione della presenza del Gruppo SANPAOLO IMI (di seguito il "Gruppo") nel settore assicurativo, avente l'obiettivo di creare un polo nel quale far confluire le diverse società del Gruppo attualmente operanti sia nel ramo vita sia nel ramo danni. Le tappe principali del suddetto progetto di concentrazione delle società assicurative del Gruppo sono rappresentate dalle seguenti operazioni che, ancorché logicamente e giuridicamente distinte, risultano inscindibilmente collegate nell'ambito di un'unica operazione di riorganizzazione di carattere industriale:

- scissione della partecipazione totalitaria detenuta da SANPAOLO IMI Wealth Management S.p.A. in Sanpaolo Vita S.p.A. a favore di Noricum Vita S.p.A.;
- scissione della partecipazione detenuta da Fideuram in Fideuram Vita a favore di SANPAOLO IMI, ovvero la Scissione, operazione che costituisce oggetto della presente Relazione;
- fusione per incorporazione di Sanpaolo Vita S.p.A. e di Fideuram Vita in Noricum Vita S.p.A. (di seguito la "Fusione").

Per una puntuale descrizione della Scissione e del più ampio progetto di riorganizzazione si rinvia al Progetto di Scissione sottoposto per approvazione ai Consigli di Amministrazione di SANPAOLO IMI e di Fideuram, nonché al Progetto di Fusione che sarà approvato dagli organi competenti ed ai riferimenti in essi contenuti.

Le società interessate alla Scissione

Le società coinvolte nella Scissione in qualità di società scissa e di società beneficiaria sono:

- Banca Fideuram S.p.A., con sede in Roma, Piazzale Giulio Douhet n.31, capitale sociale pari a €254.875.546,64 costituito da n. 980.290.564 azioni ordinarie del valore nominale di €0,26, in qualità di società scissa;
- SANPAOLO IMI S.p.A., con sede in Torino, Piazza San Carlo n.156 e sede secondaria, con rappresentanza stabile, in Roma, Viale dell'Arte n.25, capitale sociale pari a €5.144.064.800,00 costituito da n.1.448.831.982 azioni ordinarie del valore nominale di €2,8 e da n.388.344.018 azioni privilegiate del valore nominale di €2,8, in qualità di società beneficiaria della Scissione.

Alla data della presente Relazione, SANPAOLO IMI detiene - direttamente ed indirettamente - n.719.283.950 azioni Fideuram, corrispondenti a circa il 73,4% del capitale sociale di Fideuram (di cui 64,1% direttamente e 9,3% attraverso la società controllata Invesp S.p.A.).

L'oggetto della Scissione (di seguito il "Compendio Scisso") è costituito dalla partecipazione detenuta da Fideuram in Fideuram Vita, società con sede in Roma, Via Ennio Quirino Visconti n.80 e sede secondaria in Parigi, Place Vendôme n.7, capitale sociale pari a €72.399.600,00 costituito da n.9.369.360 azioni ordinarie del valore nominale di €5,2 e da n.4.553.640 azioni privilegiate del valore nominale di €5,20. Più precisamente, la partecipazione detenuta da Fideuram in Fideuram Vita (di seguito, la "Partecipazione") risulta pari al 99,8% del capitale sociale così ripartito:

- n.9.369.360 azioni ordinarie Fideuram Vita, corrispondenti all'intero capitale sociale ordinario; e
- n.4.524.873 azioni privilegiate Fideuram Vita, corrispondenti al 99,4% del capitale sociale privilegiato.

Si evidenzia, peraltro, che in data 8 marzo 2004 si è perfezionata l'acquisizione da parte di Fideuram Vita della partecipazione totalitaria in Fideuram Assicurazioni S.p.A. (di seguito "Fideuram Assicurazioni") detenuta dalla controllante Fideuram.

Per effetto della Scissione, l'intera Partecipazione verrà attribuita a SANPAOLO IMI a fronte di una riduzione del patrimonio netto di Fideuram ed attribuzione, in cambio, di azioni ordinarie SANPAOLO IMI di nuova emissione a tutti gli azionisti di Fideuram diversi da SANPAOLO IMI; pertanto, in relazione alle azioni Fideuram, per la quota posseduta da SANPAOLO IMI, non si darà luogo ad alcun concambio.

Finalità della stima del rapporto di cambio

La presente Relazione si propone:

- di fornire al Consiglio indicazioni, elementi e riferimenti utili per la determinazione del rapporto di cambio da proporre all'Assemblea degli azionisti di SANPAOLO IMI; e
- di mettere i medesimi elementi a disposizione della società di revisione incaricata di esprimere il proprio parere come da norma di legge (ex art. 2506 ter cod. civ.) in merito alla congruità del rapporto di cambio proposto dal Consiglio alla Assemblea degli azionisti di SANPAOLO IMI.

In particolare, le considerazioni e le valutazioni di seguito riportate sono state redatte per uso esclusivo del Consiglio a supporto delle determinazioni di propria competenza con riferimento alla Scissione e al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti utili ai fini della determinazione del rapporto tra l'equivalente per azione Fideuram del valore del Compendio Scisso ed il valore per azione ordinaria SANPAOLO IMI. Tale rapporto risulta, infatti, funzionale alla determinazione del numero di azioni ordinarie SANPAOLO IMI di nuova emissione da attribuire, per effetto della Scissione, a tutti gli azionisti di Fideuram diversi da SANPAOLO IMI per ogni azione Fideuram posseduta.

Documentazione considerata

Nel predisporre la Relazione, Goldman Sachs e JPMorgan hanno fatto uso di informazioni pubbliche e di dati predisposti dal management di SANPAOLO IMI, Fideuram e dai rispettivi consulenti.

In particolare, tenuto conto delle peculiarità tecniche che caratterizzano la valutazione di una compagnia assicurativa, SANPAOLO IMI e Fideuram hanno conferito mandato congiunto a Tillinghast-Towers Perrin (di seguito "Tillinghast") ai fini della predisposizione di una valutazione attuariale di Fideuram Vita al 31 dicembre 2003 (il "Rapporto Tillinghast su Fideuram Vita").

Con riferimento a Fideuram Assicurazioni, Goldman Sachs e JPMorgan hanno fatto riferimento alla perizia attuariale valutativa rilasciata da Tillinghast in data 23 dicembre 2003 (il "Rapporto Tillinghast su Fideuram Assicurazioni") nell'ambito dell'operazione di acquisizione da parte di Fideuram Vita della partecipazione totalitaria in Fideuram Assicurazioni detenuta dalla controllante Fideuram.

Goldman Sachs e JPMorgan hanno fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutti i dati pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute, sia scritte che verbali, senza quindi dar corso ad alcuna verifica indipendente in merito alla veridicità, accuratezza e completezza degli stessi.

Le considerazioni valutative contenute nella Relazione sono basate unicamente sulla documentazione descritta di seguito:

Per SANPAOLO IMI:

- bilanci certificati, civilistici e consolidati, approvati dagli organi competenti, per gli esercizi 2002 e 2003;
- relazione trimestrale consolidata al 31 marzo 2004;
- budget 2004 e proiezioni 2005 approvati dagli organi competenti.

Per Fideuram Vita:

- bilanci certificati, civilistici e consolidati, approvati dagli organi competenti, per gli esercizi 2002 e 2003;
- relazione trimestrale civilistica al 31 marzo 2004;
- proiezioni relative agli esercizi 2004-2006 predisposte dal management;

- Rapporto Tillinghast su Fideuram Vita;
- Perizia predisposta da Valtech S.r.l. con riferimento agli immobili di proprietà di Fideuram Vita;
- principali termini economici concordati da SANPAOLO IMI e Fideuram in relazione alla promozione e distribuzione da parte di Fideuram dei prodotti e servizi assicurativi che saranno predisposti in futuro dal costituendo polo assicurativo SANPAOLO IMI.

Per Fideuram Assicurazioni:

- bilanci civilistici, certificati ed approvati dagli organi competenti, per gli esercizi 2002 e 2003;
- Rapporto Tillinghast su Fideuram Assicurazioni;
- Contratto stipulato in data 8 marzo 2004 da Fideuram Vita e Fideuram per la compravendita di Fideuram Assicurazioni.

In aggiunta all'esame della base informativa sopra richiamata e ad informazioni di carattere generale, gestionale e finanziario acquisite nel corso di una serie di colloqui con il management del Gruppo SANPAOLO IMI ed i suoi consulenti, Goldman Sachs e JPMorgan si sono avvalse anche di informazioni pubbliche relativamente a SANPAOLO IMI e ad alcune società quotate.

Goldman Sachs e JPMorgan non hanno condotto indagini, verifiche e valutazioni indipendenti in merito alle singole poste e componenti dell'attivo e del passivo delle società interessate dall'operazione di Scissione.

Data di riferimento della stima

La data di riferimento delle valutazioni oggetto di stima coincide con quella della presente Relazione tenuto conto che, sulla base delle informazioni disponibili ed utilizzate, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni civilistiche e consolidate disponibili ed esaminate e la data della Relazione, SANPAOLO IMI e Fideuram ci hanno rappresentato che, con la sola eccezione di quanto di seguito riportato, non risultano essersi verificati eventi tali da modificare sensibilmente il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle società oggetto di analisi.

Con riguardo al Compendio Scisso, infatti, si evidenzia che in data 8 marzo 2004 è stata perfezionata l'acquisizione - regolata interamente in contanti - da parte di Fideuram Vita della partecipazione totalitaria in Fideuram Assicurazioni detenuta dalla controllante Fideuram. Le considerazioni di seguito espresse e le valutazioni

effettuate da Goldman Sachs e JPMorgan tengono conto anche degli effetti di tale operazione.

Nell'effettuare le proprie analisi, Goldman Sachs e JPMorgan hanno altresì tenuto conto che in data 26 gennaio 2004 si è formalmente conclusa l'operazione di aumento di capitale di Fideuram Vita deliberata dall'Assemblea straordinaria della compagnia in data 24 novembre 2003.

I prezzi di Borsa delle società quotate cui è fatto riferimento nella Relazione sono aggiornati al 17 maggio 2004.

È previsto che gli effetti giuridici della Scissione decorrano dalla data dell'ultima delle iscrizioni dell'atto di Scissione prescritte dall'art. 2506 quater cod.civ. o dalla data successiva eventualmente indicata nello stesso atto.

Le analisi contenute nella presente Relazione sono state effettuate - e saranno pertanto da considerarsi valide e corrette - sul presupposto che sino a tale data non intervengano variazioni rilevanti nelle situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie di riferimento. Peraltro, le assemblee degli azionisti di SANPAOLO IMI, Fideuram Vita e Fideuram Assicurazioni hanno già approvato la distribuzione del dividendo prima della prevista data di efficacia della Scissione. A tal proposito, i rapporti di cambio indicati nella presente Relazione sono stati calcolati rettificando i valori stimati per SANPAOLO IMI e per il Compendio Scisso per i dividendi la cui distribuzione è già stata approvata dalle rispettive assemblee degli azionisti e verrà effettuata prima della data di efficacia della Scissione. Il Consiglio prende atto pertanto che la correttezza delle valutazioni contenute nella presente Relazione dipende in modo imprescindibile dalla correttezza delle suddette ipotesi con riguardo al pagamento dei dividendi ed alla previsione che non vi siano ulteriori aumenti di capitale prima della data di efficacia della Scissione.

Difficoltà e limiti delle analisi svolte

Le valutazioni e le conclusioni cui sono pervenute Goldman Sachs e JPMorgan vanno interpretate alla luce dei seguenti limiti e fattori di difficoltà incontrati nello svolgimento delle proprie analisi:

- le diverse caratteristiche delle attività svolte da SANPAOLO IMI e Fideuram Vita;
- la volatilità dei mercati finanziari;

- con particolare riferimento a Fideuram Vita, l'assenza di società del tutto comparabili ai fini dell'applicazione del criterio dei multipli di mercato;
- l'incertezza relativa alla prevedibilità della performance operativa e reddituale futura da parte delle società oggetto di valutazione, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di riferimento ed ai benefici attesi del piano di riorganizzazione delle attività assicurative del Gruppo;
- le limitazioni caratterizzanti la valutazione attuariale eseguita da Tillinghast;
- l'esistenza di categorie diverse di azioni, sia con riguardo a SANPAOLO IMI, sia con riferimento a Fideuram Vita.

II. Analisi per la stima del rapporto di cambio

Premessa

Le valutazioni rappresentate nella presente Relazione sono esclusivamente finalizzate ad esprimere una stima comparativa dei valori dei capitali economici del Compendio Scisso e della società beneficiaria della Scissione e possono essere intese unicamente in termini relativi, con esclusivo riferimento alla specifica operazione in oggetto; esse non possono né potranno essere messe a confronto con valori di mercato, prezzi di cessione né essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di alcuna delle società oggetto di analisi. Pertanto, tutte le indicazioni di carattere valutativo contenute nella presente Relazione non possono essere assunte per finalità differenti dalla stima dei rapporti di cambio per la Scissione.

I valori attribuiti alle società costituiscono pertanto valori da leggere esclusivamente in funzione ed a supporto della stima del rapporto di cambio nell'ambito della prospettata Scissione.

Nell'applicazione delle metodologie di valutazione di seguito descritte, Goldman Sachs e JPMorgan hanno adottato approcci indipendenti, pur giungendo a conclusioni analoghe, così come rappresentate nella sezione III della Relazione.

In particolare, Goldman Sachs e JPMorgan hanno adottato le metodologie valutative esposte nella presente Relazione in ipotesi di autonomia operativa delle società (ottica *stand-alone*). Goldman Sachs e JPMorgan, inoltre, coerentemente con quanto esprime la dottrina maggiormente accreditata, hanno preso in considerazione il valore dei benefici economici – al netto degli oneri di riorganizzazione – originati dalle sinergie che potrebbero derivare dal progetto di riorganizzazione e razionalizzazione delle attività assicurative del Gruppo. A questo proposito, Goldman Sachs e JPMorgan hanno adottato a riferimento i risultati delle analisi e verifiche condotte dal consulente industriale di SANPAOLO IMI.

Processo di determinazione del rapporto di cambio

Il processo di stima del rapporto di cambio da utilizzarsi ai fini della Scissione si è articolato nelle seguenti componenti principali:

- valutazione del Compendio Scisso attraverso la stima del valore del capitale economico di Fideuram Vita (tenuto conto degli effetti dell'acquisizione della partecipazione in Fideuram Assicurazioni e delle sinergie attese dal progetto di riorganizzazione) e pertanto del valore attribuibile alla Partecipazione detenuta nella stessa da Fideuram, anche in considerazione dell'esistenza di azioni Fideuram Vita privilegiate;
- valutazione del capitale economico di SANPAOLO IMI;
- determinazione del numero di azioni ordinarie SANPAOLO IMI da attribuire agli azionisti di Fideuram diversi da SANPAOLO IMI a servizio della Scissione, desumibile dal rapporto tra l'equivalente per azione Fideuram del valore economico del Compendio Scisso ed il valore economico per ogni azione ordinaria SANPAOLO IMI.

In considerazione dello scopo delle valutazioni, i criteri utilizzati sono tali da esprimere valori confrontabili per la determinazione del rapporto di cambio.

Metodologie di valutazione

In considerazione dello scopo delle valutazioni, delle caratteristiche specifiche delle entità oggetto di valutazione e in linea con quanto previsto dalla migliore prassi valutativa a livello nazionale ed internazionale, per l'elaborazione della presente Relazione Goldman Sachs e JPMorgan hanno fatto riferimento sia a metodi di valutazione analitici sia a metodi di mercato, attribuendovi una diversa significatività in funzione delle caratteristiche delle società oggetto di valutazione.

Ai fini della valorizzazione del Compendio Scisso, Goldman Sachs e JPMorgan hanno provveduto a stimare il valore del capitale economico di Fideuram Vita, tenendo conto dell'acquisizione da parte di quest'ultima della partecipazione totalitaria in Fideuram Assicurazioni e facendo riferimento alle più diffuse metodologie accettate ed invalse nella prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore assicurativo. Tenuto conto delle finalità sopra richiamate, degli elementi patrimoniali e reddituali storici e prospettici, nonché della significatività dei parametri di mercato, si è fatto riferimento ai seguenti criteri di valutazione:

- il criterio dell'Appraisal Value;

- il criterio dei multipli di mercato;
- il criterio delle transazioni comparabili.

In particolare, nella valutazione del capitale economico di Fideuram Vita e di Fideuram Assicurazioni, Goldman Sachs e JPMorgan hanno fatto riferimento alle valutazioni attuariali contenute rispettivamente nel Rapporto Tillinghast su Fideuram Vita e nel Rapporto Tillinghast su Fideuram Assicurazioni. Più specificatamente, il Rapporto Tillinghast su Fideuram Vita è stato predisposto su mandato congiunto di Fideuram e SANPAOLO IMI ed include la stima di:

- valore intrinseco al 31 dicembre 2003;
- valore aggiunto della nuova produzione 2003;
- valore della nuova produzione futura sulla base di ipotesi condivise da SANPAOLO IMI e Fideuram.

Per quanto concerne invece la valutazione di SANPAOLO IMI, si è fatto riferimento alle seguenti metodologie di valutazione:

- il criterio delle quotazioni di Borsa;
- il criterio dei flussi di dividendi attualizzati;
- il criterio dei multipli di mercato;
- il criterio della regressione statistica.

Nello svolgere le analisi sulla base dei suddetti criteri, Goldman Sachs e JPMorgan hanno considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori assicurativo e bancario.

In particolare, alla luce delle caratteristiche specifiche delle società oggetto di valutazione – in termini, ad esempio, di attività svolte e di significatività di dati di mercato di riferimento - è stata identificata per ciascuna società la metodologia valutativa ritenuta più appropriata.

Le metodologie di valutazione prescelte per la valutazione del Compendio Scisso e di SANPAOLO IMI, pur rappresentando criteri riconosciuti ed utilizzati nella prassi internazionale, non devono essere analizzate singolarmente, bensì come parte inscindibile di un processo valutativo unico. Di seguito si fornisce una descrizione di ciascuna delle metodologie, analitiche e di mercato, cui si è fatto riferimento per la valutazione del Compendio Scisso e per quella di SANPAOLO IMI.

Valutazione del Compendio Scisso

Criterio dell'Appraisal Value

Il metodo dell'Appraisal Value consiste nel determinare il valore di una compagnia assicurativa valorizzandone sia la componente patrimoniale sia la capacità di generare redditi futuri, attraverso l'applicazione di tecniche attuariali. In base a tale metodologia, il valore di una compagnia assicurativa, ovvero il c.d. Appraisal Value, è calcolato come segue:

$$\text{Appraisal Value} = \text{Valore Intrinseco} + \text{Avviamento}$$

Dove:

Valore Intrinseco = Valore economico della compagnia assicurativa tenuto conto del patrimonio netto rettificato e del solo portafoglio di polizze in vigore

Avviamento = Valore economico della compagnia assicurativa attribuibile alla futura produzione di nuove polizze

Valore Intrinseco

Il Valore Intrinseco, definito nella prassi valutativa del settore assicurativo come "Embedded Value", rappresenta una stima, determinata mediante tecniche attuariali, del valore di una compagnia assicurativa senza tenere conto del valore attribuibile alla potenziale produzione futura, ovvero alla capacità della compagnia di emettere nuove polizze. Il Valore Intrinseco è calcolato come segue:

$$\text{Valore Intrinseco} = \text{Patrimonio Netto Rettificato} + \text{Valore Portafoglio in Vigore}$$

Dove:

Patrimonio Netto Rettificato = patrimonio netto di bilancio rettificato per considerare le attività al valore di mercato e per quanto necessario ai fini di assicurare la coerenza con la metodologia adottata per il calcolo del valore del portafoglio in vigore.

Valore Portafoglio in Vigore = valore attuale del flusso di utili futuri, al netto delle relative imposte, che si prevedono generati dalle polizze in vigore alla data di valutazione e calcolato con riferimento alla vita residua delle polizze, ipotizzando un livello di attività pari alle riserve tecniche e tenuto conto del costo associato alla necessità di mantenere un certo margine di solvibilità.

Si riassumono di seguito le principali ipotesi utilizzate per la determinazione del Valore Intrinseco e del Valore del Portafoglio in Vigore:

1. Ipotesi operative utilizzate nel determinare il flusso di utili futuri: tali ipotesi includono sia fattori gestionali quali, tra gli altri, il livello di spese e provvigioni, l'imposizione fiscale, i tassi di mortalità, decadenze, riscatti ed altre uscite, così come ipotesi relative ai tassi di rendimento delle attività a copertura delle riserve tecniche e al tasso di inflazione atteso. Tali ipotesi, sviluppate per ciascuna linea di business, sono definite dall'attuario in maniera deterministica, senza pertanto tenere conto della normale volatilità che potrebbe caratterizzarne l'effettiva evoluzione nel tempo.
2. I tassi di attualizzazione utilizzati sono stabiliti, in logica attuariale, con riferimento agli attuali livelli dei tassi di interesse e includono una maggiorazione per tenere conto dei rischi inerenti il realizzo degli utili futuri (c.d. premio per il rischio).
3. Per quanto concerne il costo associato alla necessità di mantenere un margine di solvibilità ritenuto opportuno, tale costo dipende dalla differenza tra il rendimento, al netto delle imposte, delle attività a copertura del margine di solvibilità e il tasso rappresentativo del costo del capitale così come identificato dal tasso di attualizzazione. Il costo del capitale è il valore attuale di tali costi calcolato con riferimento alla vita residua delle polizze in vigore.

Avviamento

L'avviamento viene determinato tenendo conto della produzione futura e dipende, tra l'altro, dai volumi di produzione attesi, dagli accordi commissionali tra la compagnia assicurativa, le reti distributive ed, eventualmente, la società di gestione delle attività sottostanti le polizze collocate dalla compagnia, dalle ipotesi operative e gestionali, nonché dall'orizzonte temporale di proiezione della produzione futura. In conformità alla prassi valutativa nazionale ed internazionale, il valore dell'avviamento è stimato attraverso l'attualizzazione del flusso di Valori della Nuova Produzione (come di seguito definiti) relativi al periodo di proiezione oggetto di valutazione. Il valore della nuova produzione in ciascun anno (di seguito il "Valore della Nuova Produzione") rappresenta il valore attuariale delle nuove polizze assicurative emesse durante tale anno e viene determinato al momento della vendita della polizza e capitalizzato alla fine dell'anno al tasso di attualizzazione utilizzato.

Per quanto concerne Fideuram Vita, ai fini della determinazione del Valore Intrinseco al 31 dicembre 2003, nonché del Valore della Nuova Produzione relativo agli esercizi 2003 e 2004, si è fatto riferimento agli accordi commissionali attualmente in vigore con la rete di distribuzione e con la società di gestione delle attività sottostanti le polizze. Diversamente, per quanto concerne la determinazione del Valore della Nuova Produzione a partire dall'esercizio 2005, si è tenuto conto dei principali termini economici degli accordi concordati da SANPAOLO IMI e Fideuram in relazione alla distribuzione da parte di Fideuram dei prodotti e servizi assicurativi che saranno predisposti in futuro dal costituendo polo assicurativo SANPAOLO IMI e che avranno efficacia con decorrenza dal 1 gennaio 2005.

Nelle determinazioni del Valore della Nuova Produzione si è inoltre tenuto conto dell'impatto attribuibile alla nuova produzione derivante sia dalla "migrazione" da prodotti di risparmio gestito (quali fondi comuni e gestioni patrimoniali in fondi) a polizze unit linked sia dalla "trasformazione" di parte del portafoglio da polizze tradizionali a polizze unit linked.

Goldman Sachs e JPMorgan nell'applicazione della metodologia dell'Appraisal Value hanno fatto riferimento al Rapporto Tillinghast su Fideuram Vita per quanto riguarda sia il Valore Intrinseco al 31 dicembre 2003, sia il Valore della Nuova Produzione relativo all'esercizio 2003, nonché agli esercizi inclusi nel periodo di proiezione oggetto di analisi e sviluppati a partire da ipotesi condivise da SANPAOLO IMI e Fideuram per quanto concerne gli esercizi 2004-2006.

Con riferimento a Fideuram Assicurazioni, Goldman Sachs e JPMorgan nell'applicazione della metodologia dell'Appraisal Value hanno fatto riferimento al Rapporto Tillinghast su Fideuram Assicurazioni per quanto riguarda sia il Valore Intrinseco al 31 dicembre 2003, sia il valore dell'avviamento stimato sulla base di ipotesi elaborate da Fideuram.

Criterio dei multipli di mercato

Secondo tale metodo, il valore di una società si determina assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quelle 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. I moltiplicatori così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni, 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.

L'applicazione di tale criterio si articola nelle seguenti fasi:

- A. Determinazione del campione di riferimento (campione nazionale o internazionale, analisi dell'operatività delle aziende del campione, dimensioni aziendali, ecc.);
- B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa (scelta tra valore puntuale oppure media riferita ad un intervallo temporale di riferimento);
- C. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi, per il settore oggetto di analisi, per le società selezionate (rapporto prezzo/utili, rapporto prezzo/valore intrinseco, ecc.);
- D. Determinazione del livello di utili e dividendi prospettici delle società rappresentate nel campione, nonché degli altri valori necessari all'analisi;
- E. Identificazione dell'intervallo di multipli da applicare alla società oggetto di valutazione;
- F. Applicazione dei multipli così ottenuti ai valori reddituali, patrimoniali ed attuariali della società oggetto di valutazione opportunamente depurati da eventuali componenti straordinarie, determinando un intervallo di valori per la società medesima.

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

A. Determinazione del campione di riferimento

Data la natura di tale metodologia risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, delle società incluse nel campione di riferimento e dell'istituzione finanziaria oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti ritenuti più significativi per la costruzione del campione di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione ai criteri prescelti.

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

Nel caso in esame, si è ritenuto che le caratteristiche più significative per la selezione delle società comparabili fossero costituite dalla nazione di appartenenza e dal mix di prodotto (prodotti assicurativi del ramo vita rispetto al ramo danni). Si è ritenuto opportuno inserire anche un campione di aziende straniere nel campione, nonostante profili di redditività diversi a causa di differenti strutture legali, fiscali e contabili, per il maggior numero di società comparabili in termini di mix di prodotto.

In generale occorre comunque osservare come non esistano sul mercato società quotate strettamente comparabili con Fideuram Vita e Fideuram Assicurazioni, la cui redditività è necessariamente influenzata dalla natura di società *captive* priva di una rete distributiva propria.

B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento

Ai fini del calcolo del valore di Borsa delle società inserite nel campione, è stato utilizzato l'ultimo prezzo disponibile.

C. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi

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

- Rapporto Prezzo/Utili Prospettici ("P/U");
- Rapporto Prezzo/Valore Intrinseco ("P/EV").

Con riferimento al Valore Intrinseco al 31 dicembre 2003 ed al Valore della Nuova Produzione relativo all'esercizio 2003 delle compagnie assicurative incluse nei campioni di riferimento, abbiamo utilizzato i valori ufficiali contenuti nelle relazioni attuariali allegate ai bilanci 2003 delle compagnie stesse.

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

Ai fini dello svolgimento delle nostre analisi abbiamo utilizzato i dati di utile e dividendi riferiti all'esercizio 2003 pubblicati dalle società rappresentate nel campione. Con riferimento ai dati attesi per il 2004 e 2005, abbiamo preso in considerazione le proiezioni predisposte dal *management* e dai suoi consulenti per quanto concerne Fideuram Vita e Fideuram Assicurazioni, e impiegato le stime fornite da *Institutional Brokers Estimate System* ("IBES") (espressive del consenso riscontrato presso gli analisti finanziari) per quanto riguarda le compagnie assicurative incluse nei campioni di riferimento.

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

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

F. Applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali, patrimoniali e attuariali delle società oggetto di valutazione

I multipli così ottenuti sono stati infine applicati ai valori di utile netto 2004 e 2005 e di Valore Intrinseco di Fideuram Vita e di Fideuram Assicurazioni, al fine di pervenire ad un intervallo di valori per le stesse.

Criterio delle transazioni comparabili

Il criterio delle transazioni comparabili si basa sull'applicazione alle grandezze patrimoniali, reddituali ed attuariali della società oggetto di valutazione dei moltiplicatori impliciti in operazioni di acquisizione ritenute comparabili.

Nell'applicazione dei moltiplicatori rilevati in transazioni simili, occorre tenere presente che tali multipli possono esprimere implicitamente anche il valore strategico e, come tale assolutamente peculiare, specifico e difficilmente quantificabile, attribuito all'operazione da parte delle parti coinvolte, nonché il valore delle eventuali sinergie ipotizzate per effetto dell'operazione stessa. L'applicazione di questo criterio si articola in tre fasi:

- Raccolta di dati sulle operazioni che aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di analisi, valutandone il grado di somiglianza sulla base di, inter alia: data della transazione, tipologia, modello di business, dimensioni e redditività delle società coinvolte, percentuale acquisita e modalità di pagamento;
- Calcolo dei multipli, confrontando il prezzo pagato per la società con alcune grandezze reddituali, patrimoniali ed attuariali di riferimento;
- Calcolo di indici statistici significativi dei multipli ottenuti e loro applicazione alle grandezze reddituali, patrimoniali ed attuariali rilevanti della società oggetto di valutazione.

Nell'applicazione del criterio delle transazioni comparabili, l'impossibilità di identificare circostanze omogenee sotto ogni profilo porta a rivolgere l'attenzione verso quelle operazioni che abbiano in comune con quella oggetto di analisi alcuni elementi giudicati significativi. Nella fattispecie, si ritiene che i criteri più significativi per la selezione delle operazioni comparabili siano rappresentati dal

modello di business, classe dimensionale e redditività della società oggetto dell'operazione, dalle caratteristiche tecnico-economiche dell'operazione nonché dall'area geografica di riferimento.

Ai fini della presente Relazione, Goldman Sachs e JPMorgan hanno proceduto ad esaminare acquisizioni di quote di partecipazione in compagnie assicurative vita rilevate nel recente passato nell'ambito del settore italiano del bancassurance.

In considerazione delle specificità dell'operazione e delle società oggetto di analisi, dell'assenza di società quotate e di transazioni strettamente comparabili, ai fini della determinazione del rapporto di cambio Goldman Sachs e JPMorgan hanno privilegiato, per la valutazione del capitale economico del Compendio Scisso, il criterio dell'Appraisal Value.

Azioni ordinarie e azioni privilegiate Fideuram Vita

Alla luce della suddivisione del capitale sociale di Fideuram Vita in azioni ordinarie e privilegiate, una volta determinato il valore del capitale economico di Fideuram Vita, ai fini della determinazione del valore del Compendio Scisso è necessario valorizzare la Partecipazione detenuta da Fideuram in Fideuram Vita (pari al 100% del capitale ordinario e al 99,37% del capitale privilegiato) e pertanto ripartire il valore complessivo del capitale economico di Fideuram Vita tra capitale ordinario e capitale privilegiato.

Tenuto conto delle caratteristiche delle azioni privilegiate Fideuram Vita, ai fini della determinazione del Valore del Compendio Scisso e, conseguentemente, del rapporto di cambio, tali azioni privilegiate sono state trattate come azioni ordinarie.

Valutazione di SANPAOLO IMI

Criterio delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate. Il metodo delle acquisizioni di Borsa ipotizza quindi l'efficienza del mercato borsistico in cui l'azienda è quotata e si traduce nell'analisi e nel confronto dei valori espressi dalle quotazioni di Borsa dei rispettivi titoli

azionari, rilevate in archi temporali sufficientemente ampi. Le quotazioni dei titoli azionari delle società, essendo il risultato prodotto da un sistematico processo di arbitraggio degli operatori di mercato, qualora si riferiscano a titoli caratterizzati da un elevato livello di flottante e volumi scambiati, rappresentano indici di apprezzamento attendibili relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, utili ai fini della determinazione del valore di una società.

Per quanto concerne nello specifico SANPAOLO IMI, riteniamo che la capitalizzazione di mercato del titolo SANPAOLO IMI sia rappresentativa del valore economico della società, in quanto:

- SANPAOLO IMI si colloca tra le trenta società a maggior capitalizzazione quotate nella Borsa Italiana;
- gli elevati volumi scambiati giornalmente evidenziano che il titolo è altamente liquido;
- i principali intermediari finanziari italiani ed internazionali pubblicano regolarmente documenti di ricerca sulla società, contribuendo alla diffusione di informazioni ed analisi necessarie affinché i prezzi di mercato riflettano adeguatamente la situazione economica e finanziaria ed il profilo di rischio della banca.

Nell'ambito dell'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa, ritenendo le quotazioni di Borsa di SANPAOLO IMI espressione corretta del valore del capitale economico della società, ai fini della stima del rapporto di cambio abbiamo considerato come più significativi i valori risultanti dal calcolo della media dei prezzi ufficiali di Borsa (a loro volta espressivi del prezzo medio ponderato delle contrattazioni effettuate nel corso dell'intera giornata borsistica) su archi temporali tali da neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative, ed allo stesso tempo riflettere le informazioni rese disponibili al mercato nei periodi più recenti. In particolare, abbiamo fatto riferimento alla media dei prezzi ufficiali dell'ultimo mese.

Criterio dei flussi di dividendi attualizzati

Il criterio dei flussi di dividendi attualizzati (o *Dividend Discount Model*, di seguito "DDM") si basa sull'ipotesi che il valore di una banca sia pari al valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro per gli azionisti della stessa, ipotizzati pari al flusso dei dividendi distribuibili dalla banca mantenendo una struttura patrimoniale adeguata, sulla base di considerazioni relative alla normativa vigente e di natura economica, per sostenere lo sviluppo futuro atteso. Tali flussi prescindono quindi dalla politica dei dividendi effettivamente prevista o adottata dalla banca.

In base a questa metodologia, il valore di un'azienda bancaria è pari alla somma del valore dei dividendi futuri attualizzati e del valore terminale dell'azienda, calcolati secondo la formula seguente:

$$Ve = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{TV}{(1 + k_e)^n}$$

Dove:

- Ve = Valore economico dell'azienda
- D = Dividendo annuo massimo distribuibile dalla banca mantenendo un'adeguata struttura patrimoniale
- TV = Valore terminale dell'azienda
- n = Numero degli anni di proiezione
- Ke = Tasso di attualizzazione dei dividendi, espressivo del costo del capitale proprio dell'azienda

L'applicazione di tale criterio comporta nella prassi le seguenti fasi:

- A. Previsione dettagliata dei flussi di cassa futuri e dei flussi distribuibili agli azionisti durante l'arco temporale di riferimento, tenendo in considerazione il limite posto dalla necessità di mantenere, in base alla normativa vigente per le aziende bancarie, nonché a considerazioni di natura prudenziale, un livello minimo di patrimonializzazione;
- B. Calcolo del valore terminale della banca, ovvero il valore previsto per la banca nell'ultimo anno della previsione dettagliata di cui al punto (A). Il calcolo del valore terminale può essere effettuato secondo due metodologie:

(i) utilizzando la formula:

$$TV = \frac{D_t (1 + g)}{(k_e - g)}$$

dove:

D_t = Dividendo massimo distribuibile nell'ultimo anno di previsioni dettagliate;

g = Tasso di crescita perpetua dei dividendi distribuibili;

K_e = Costo del capitale proprio della società oggetto di valutazione;

(ii) oppure applicando un multiplo all'utile o al patrimonio netto della banca nell'ultimo anno delle previsioni dettagliate.

Il valore terminale così ottenuto viene quindi trattato come un flusso di cassa addizionale nell'ultimo anno delle proiezioni dettagliate.

C. Determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di dividendi. Sebbene sia possibile calcolare tale tasso con varie metodologie, in genere questo tasso di attualizzazione, definito Costo dei Mezzi Propri ("*Cost of Equity*"), viene calcolato sulla base della formula del *Capital Asset Pricing Model* ("*CAPM*"), di seguito indicata:

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

Dove:

R_f = Tasso di rendimento per investimenti privi di rischio;

Beta = Fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

R_m = Rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento;

$(R_m - R_f) =$ Premio di rendimento richiesto dal mercato azionario di riferimento rispetto ad investimenti privi di rischio.

Tale metodologia si basa sull'ipotesi che, in un mercato liquido ed efficiente, gli investitori determinino il tasso di rendimento richiesto considerando esclusivamente il grado di rischio sistematico (o di mercato) dell'investimento, espresso dalla relazione tra variazione del prezzo dell'azione e variazione del mercato azionario (fattore Beta). Il grado di rischio specifico dell'investimento (l'azione) non è invece tenuto in considerazione, poiché può essere eliminato dall'investitore tramite un'opportuna politica di diversificazione degli investimenti.

Si evidenzia che l'applicazione di tale criterio può determinare una stima del capitale economico significativamente diversa da quanto risultante dall'applicazione delle metodologie di mercato, in quanto una componente significativa delle valorizzazioni ottenute è rappresentata dai flussi prospettici di dividendi generati oltre l'orizzonte temporale dei piani della banca oggetto di valutazione, e quindi necessariamente apprezzabili in modo soggettivo.

Criterio dei multipli di mercato

Per quanto riguarda la descrizione della metodologia dei multipli di mercato si rinvia a quanto detto con riferimento all'applicazione della stessa per la valutazione di Fideuram Vita.

Nello specifico, per quanto concerne SANPAOLO IMI si rileva quanto segue.

A. Determinazione del campione di riferimento

Nel caso in esame, si è ritenuto che le caratteristiche più significative per la selezione delle società comparabili fossero costituite dalla classe dimensionale, dalla nazione di appartenenza e dalla copertura territoriale. La scala dimensionale ha importanza in quanto si riflette sulla tipologia di operatività delle singole banche e nelle combinazioni di flussi raccolta/impiego e, dunque, sugli assetti economici e finanziari. Non si è ritenuto opportuno inserire aziende straniere nel campione in quanto, presentando profili di redditività diversi da quelli delle aziende italiane, a causa di differenti strutture legali, fiscali, contabili e di vigilanza

del mercato italiano rispetto ai mercati esteri, esse risultano di fatto meno comparabili.

Con riferimento invece alla copertura territoriale, data la vocazione nazionale che caratterizza SANPAOLO IMI e le conseguenti affinità in termini di rischiosità degli impieghi, diversificazione della raccolta e redditività, si sono selezionate banche presenti sull'intero territorio nazionale.

B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento

Ai fini del calcolo del valore di Borsa delle società inserite nel campione, è stato utilizzato l'ultimo prezzo disponibile.

C. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi

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

- Rapporto Prezzo/Utili Prospettici ("P/U");
- Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto ("P/PN").

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

Ai fini dello svolgimento delle nostre analisi abbiamo utilizzato i dati di utile e dividendi riferiti all'esercizio 2003 pubblicati dalle società rappresentate nel campione. Con riferimento ai dati attesi per il 2004 e 2005, abbiamo preso in considerazione le proiezioni del *management* per quanto concerne SANPAOLO IMI e impiegato le stime fornite da *Institutional Brokers Estimate System* ("IBES") (espressive del consenso riscontrato presso gli analisti finanziari) per quanto riguarda le banche incluse nel campione di riferimento.

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

La rilevanza dei rapporti fondamentali calcolati e la scelta dell'intervallo da applicare alla banca in esame avvengono in base a considerazioni qualitative circa la significatività dei multipli ottenuti e le caratteristiche reddituali e patrimoniali della banca oggetto di valutazione.

F. Applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione

I multipli così ottenuti sono stati infine applicati ai valori di utile netto 2004 e 2005 e patrimonio di SANPAOLO IMI, al fine di pervenire ad un intervallo di valori per lo stesso.

Critero della regressione statistica

L'analisi di regressione, realizzata su un ampio campione di società comparabili quotate, permette di valutare il posizionamento e la valutazione relativa di ciascuna di esse, sulla base delle rispettive caratteristiche reddituali attuali e prospettiche.

Tale criterio consiste nell'analisi della relazione fra la redditività di una banca ("RoAE" – *Return on Average Equity*) attesa dal mercato ed il rapporto tra capitalizzazione di mercato e valore di patrimonio netto per la medesima banca. Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione dei dati riguardanti il RoAE ed il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto per un campione significativo di banche.

Una volta calcolati, i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al RoAE prospettico e al patrimonio netto della banca per derivarne il valore teorico di mercato.

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

- A. Determinazione del campione di banche su cui effettuare l'analisi di regressione;
- B. Determinazione del lasso temporale di riferimento per il RoAE;
- C. Calcolo del RoAE e del rapporto prezzo/patrimonio netto per le società incluse nel campione;
- D. Scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- E. Determinazione del RoAE e del patrimonio netto delle banche a cui applicare i parametri della regressione statistica;

F. Applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato teorico per la banca oggetto di analisi.

A. Definizione del campione statistico

Per l'applicazione di questo metodo di valutazione, anche in considerazione delle peculiarità del sistema creditizio italiano, abbiamo costituito un campione composto da un ampio numero di aziende di credito italiane quotate con capitalizzazione di mercato e liquidità tali da rendere significativa l'analisi svolta.

Non si è ritenuto opportuno inserire aziende straniere nel campione perché, come già accennato in precedenza per l'analisi dei multipli di mercato, risultano meno comparabili e riducono di conseguenza il grado di significatività dell'analisi di regressione.

B. Determinazione del lasso temporale di riferimento

Una delle ipotesi fondamentali alla base dell'applicazione di questo criterio è l'esistenza di una relazione significativa e stabile tra i parametri indicati. Tale relazione si dimostra particolarmente significativa se applicata al RoAE a 12-24 mesi, che corrisponde all'arco temporale maggiormente impiegato dagli analisti di mercato nello svolgere analisi di regressione. Ai nostri fini, abbiamo effettuato l'analisi sul RoAE prospettico 2004 e 2005, calcolato come rapporto tra utili attesi nel 2004 e nel 2005 e patrimonio medio atteso per ciascun periodo.

C. Calcolo del RoAE e del rapporto P/PN per le società considerate

Ai fini del calcolo del RoAE prospettico e del rapporto P/PN delle società incluse nel campione abbiamo fatto ricorso alle stime fornite da IBES per quanto concerne utili e dividendi attesi delle banche stesse.

D. Scelta del tipo di regressione da applicare

La regressione applicata al campione è di tipo lineare secondo l'equazione:

$$\text{Prezzo / PN} = a + b \times \text{RoAE Atteso}$$

dove "a" esprime l'intercetta e "b" il coefficiente angolare della retta di regressione. La relazione ottenuta presenta un livello di significatività statistica soddisfacente, tale da poter applicare i parametri della stessa alle grandezze patrimoniali e reddituali della banca ai fini di derivarne un valore di mercato teorico.

In considerazione dell'elevata liquidità delle azioni SANPAOLO IMI, del loro utilizzo quale strumento di pagamento nell'ambito della Scissione e della sostanziale coerenza dei risultati derivanti dalle analisi condotte secondo le altre metodologie di valutazione citate, ai fini della determinazione del rapporto di cambio Goldman Sachs e JPMorgan hanno privilegiato, per la valutazione del capitale economico di SANPAOLO IMI, il criterio delle quotazioni di Borsa.

Azioni ordinarie e azioni privilegiate SANPAOLO IMI

Tenuto conto delle caratteristiche delle azioni privilegiate SANPAOLO IMI, ai fini della determinazione del rapporto di cambio tali azioni privilegiate sono state trattate come azioni ordinarie.

III. Risultati e conclusioni

Sulla base delle premesse evidenziate e delle analisi effettuate secondo i criteri descritti nella presente Relazione (in particolare l'applicazione del criterio dell'Appraisal Value per la valutazione del capitale economico del Compendio Scisso e l'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa per la valutazione del capitale economico di SANPAOLO IMI) siamo pervenuti ai seguenti risultati:

Valore del capitale economico (€m)	COMPENDIO SCISSO*	SANPAOLO IMI**
Goldman Sachs	627 -733	17.026
JPMorgan	638 -720	17.026

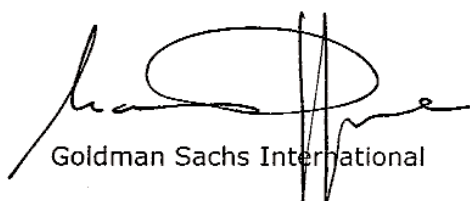
* Il valore minimo non include il valore dei benefici economici attesi

** Media dei prezzi ufficiali ultimo mese

Sulla base delle stime sopra indicate, dividendo il valore del capitale economico del Compendio Scisso e di SANPAOLO IMI rispettivamente per il numero di azioni di Fideuram e di SANPAOLO IMI, e tenuto conto dell'area di sovrapposizione degli intervalli individuati da Goldman Sachs e da JPMorgan, siamo pervenuti all'individuazione del seguente intervallo condiviso di rapporti di cambio:

0,07025 – 0,07923 azioni SANPAOLO IMI per una azione Fideuram

All'interno di tale intervallo, Goldman Sachs e JPMorgan hanno identificato **0,07470** quale valore puntuale per il rapporto di cambio.


Goldman Sachs International
Managing Director


J.P. Morgan plc
Managing Director

Pagina volutamente lasciata in bianco
