

RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO  
REDATTA PER BANCA INTESA S.P.A.  
DA BANCA LEONARDO S.R.L.

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

**RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO RELATIVO ALLA  
FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI SANPAOLO IMI S.P.A. IN BANCA  
INTESA S.P.A.**

---



## INDICE

<b>1</b>	<b>Premessa</b> .....	<b>1</b>
1.1	Oggetto e ambito dell'incarico .....	1
1.2	Descrizione dell'operazione .....	1
1.3	Finalità della Relazione sul Rapporto di Cambio.....	2
1.4	Data di riferimento della Relazione.....	3
1.5	Fatti di Rilievo .....	3
1.5.1	Accordo tra Intesa e Crédit Agricole .....	3
1.5.2	Riassetto dell'area risparmio e previdenza di Sanpaolo.....	4
1.6	Documentazione ed informazioni utilizzate.....	4
<b>2</b>	<b>Metodi di valutazione adottati</b> .....	<b>6</b>
2.1	Premessa.....	6
2.2	Criteri di valutazione adottati .....	6
2.3	Approccio di analisi.....	7
<b>3</b>	<b>Descrizione e applicazione dei metodi di valutazione</b> .....	<b>9</b>
3.1	Metodi principali.....	9
3.1.1	Metodo dei flussi di dividendo attualizzati ( <i>Dividend Discount Model</i> ).....	9
3.1.2	Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento .....	13
3.1.3	Metodo reddituale .....	17
3.1.4	Metodo della crescita di Gordon .....	20
3.1.5	Metodo dei multipli di mercato di società comparabili.....	22
3.1.6	Metodo dell'analisi di regressione del ROE.....	25
3.1.7	Metodo dell'analisi di regressione del saggio di crescita atteso dell'utile ....	26
3.2	Metodi utilizzati prevalentemente con finalità di controllo .....	27
3.2.1	Metodo delle quotazioni di mercato.....	27
3.2.2	Metodo del <i>consensus dei target price</i> .....	30
<b>4</b>	<b>Principali difficoltà e limiti di valutazione</b> .....	<b>32</b>
<b>5</b>	<b>Conclusioni</b> .....	<b>33</b>



# 1 Premessa

## 1.1 Oggetto e ambito dell'incarico

GBL S.r.l. (di seguito, "GBL" o l'"Advisor"), società interamente controllata da Gruppo Banca Leonardo S.p.A., ha ricevuto incarico (di seguito, l'"Incarico") dal Consiglio di Amministrazione di Banca Intesa S.p.A. (rispettivamente, il "Consiglio" e "Intesa") di fornire assistenza allo stesso Consiglio nella determinazione, a proprio autonomo giudizio, del rapporto di cambio congruo, dal punto di vista finanziario, tra le azioni ordinarie di Intesa e le azioni di Sanpaolo IMI S.p.A. ("Sanpaolo" e, congiuntamente a Intesa, le "Banche") relativo alla fusione per incorporazione di Sanpaolo in Intesa (di seguito, la "Fusione").

La presente relazione di stima (di seguito, la "Relazione") è stata predisposta ad uso esclusivo del Consiglio, a supporto delle decisioni di propria competenza e al solo scopo di fornire a quest'ultimo indicazioni e riferimenti utili alla determinazione del rapporto di cambio della Fusione da proporre all'Assemblea degli Azionisti di Intesa. Pertanto, qualsiasi altro utilizzo, nonché la comunicazione o la diffusione, anche parziali, della Relazione dovranno essere preventivamente autorizzati per iscritto da GBL, ad eccezione dell'eventuale sua messa a disposizione agli esperti incaricati di esprimere una relazione ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, c.c..

Ferme le ulteriori limitazioni ed indicazioni precisate nel seguito, data la specifica finalità dell'Incarico, le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Banche, dando preminenza all'omogeneità ed alla comparabilità dei criteri adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Banche considerate singolarmente. Tali valutazioni e questa Relazione, inoltre, dovranno essere intese con riferimento esclusivo alla specifica operazione di Fusione. Le considerazioni e le conclusioni esposte nella Relazione sono dunque basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni in esso contenute e nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dallo stesso nella sua interezza. Le valutazioni sono, inoltre, state effettuate sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle Banche autonomamente considerate (ottica *stand alone*), senza tener conto cioè delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione.

Questa Relazione, inoltre, non costituisce, né può essere interpretata come, o assimilata a, una relazione ai sensi dell'art. 2501-*sexies*, c.c., una perizia ai sensi dell'Allegato 3A del Regolamento CONSOB 11971/99 o una relazione ai sensi dello stesso Regolamento.

## 1.2 Descrizione dell'operazione

In data 26 agosto 2006 i Consigli di Amministrazione di Intesa e Sanpaolo hanno deliberato la sottoscrizione, nella medesima data e da parte dei Presidenti dei rispettivi Consigli di Amministrazione, di un accordo quadro (di seguito, l'"Accordo Quadro") finalizzato a delineare i punti essenziali del progetto di aggregazione tra le Banche tramite Fusione.



Le condizioni finanziarie relative alla Fusione, così come definite nell'Accordo Quadro, prevedono un rapporto di cambio pari a 3,115 azioni ordinarie di nuova emissione di Intesa per ogni azione di Sanpaolo (di seguito, il "Rapporto di Cambio"), previa conversione alla pari di tutte le azioni privilegiate di Sanpaolo in azioni ordinarie di nuova emissione aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie di Sanpaolo in circolazione. Non è stato previsto alcun conguaglio in denaro, né il riconoscimento di alcun premio essendo la Fusione concepita e strutturata come un *merger of equals*.

Nell'Accordo Quadro il suddetto Rapporto di Cambio è stato definito con riferimento alle situazioni contabili delle Banche al 30 giugno 2006 ed assumendo, tra l'altro, che:

- al momento della Fusione, né Intesa né Sanpaolo detengano azioni proprie, ovvero che tutte le azioni proprie eventualmente detenute siano annullate;
- non venga deliberato né sia data esecuzione ad alcun aumento di capitale, anche gratuito, di Intesa e di Sanpaolo, all'emissione di prestiti obbligazionari, all'emissione di azioni correlate (art. 2350, comma 2, c.c.), di strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.) o di strumenti di finanziamento (art. 2447-ter, comma 1, lettera e, c.c.), né ad alcuna distribuzione di dividendi interinali, straordinari o di riserve;
- che non vengano effettuate da alcuna delle Banche né dalle rispettive controllate, senza il preventivo consenso scritto dell'altra parte, operazioni straordinarie in grado di influire sul Rapporto di Cambio.

Nell'Accordo Quadro le Banche hanno altresì concordato di svolgere un'attività di *due diligence* contabile, legale e amministrativa (di seguito, la "Due Diligence") al fine di verificare l'esigenza di apportare, in funzione degli esiti della stessa, eventuali aggiustamenti al Rapporto di Cambio. GBL ha proceduto a verificare, come *infra* specificato, che gli esiti della Due Diligence, svoltasi nel corso del mese di settembre 2006, non fossero tali da richiedere modifiche alle valutazioni relative delle Banche.

### 1.3 Finalità della Relazione sul Rapporto di Cambio

La presente Relazione ha lo scopo di fornire al Consiglio elementi e riferimenti utili per determinare, a suo esclusivo autonomo giudizio, la congruità del Rapporto di Cambio da proporre all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Intesa chiamata ad approvare la Fusione.

Le analisi e le valutazioni contenute nella Relazione hanno, di conseguenza, il solo scopo di individuare un intervallo di valori relativo al Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione. Per tale motivo, i valori ottenuti non potranno in alcun modo essere considerati quali stime del valore economico e/o di mercato attuale o prospettico delle Banche singolarmente considerate.

La Relazione non deve, inoltre, essere interpretata dagli Azionisti di Intesa come una raccomandazione relativa all'esercizio del diritto di voto nell'Assemblea Straordinaria della Banca chiamata a deliberare la Fusione.



## 1.4 Data di riferimento della Relazione

Le situazioni economiche e patrimoniali di riferimento delle Banche sulle quali è basata la presente Relazione sono quelle al 30 giugno 2006 (di seguito, la "Data di Riferimento"). Nessuna modifica delle situazioni finanziaria, economica, patrimoniale, di mercato e/o di altra natura delle Banche susseguente la Data di Riferimento è stata presa in considerazione nella redazione della Relazione, salvo che per i fatti di rilievo, di cui al successivo paragrafo 1.5, segnalati dalle Banche a GBL e potenzialmente in grado di influire sul valore del Rapporto di Cambio (di seguito, i "Fatti di Rilievo").

## 1.5 Fatti di Rilievo

### 1.5.1 Accordo tra Intesa e Crédit Agricole

In data 11 ottobre 2006, Intesa e Crédit Agricole S.A. (di seguito, "CAsa") hanno sottoscritto un accordo (di seguito, l'"Accordo con CAsa") che, subordinatamente al perfezionamento della Fusione, all'approvazione da parte dei rispettivi Consigli di Amministrazione ed all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle competenti autorità, prevede:

- a. con riferimento all'attività bancaria, la cessione a CAsa da parte di Intesa:
  - dell'intera partecipazione, pari al 100% del capitale sociale, detenuta nella Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A. (di seguito, "Cariparma") per un corrispettivo in contanti di € 3.800 milioni;
  - dell'intera partecipazione, pari al 76% circa del capitale sociale, detenuta nella Banca Popolare Friuladria S.p.A. (di seguito, "Friuladria") per un corrispettivo in contanti di circa € 837 milioni;
  - di n. 193 filiali (di seguito, le "Filiali"), individuate nell'ambito degli sportelli che il gruppo risultante dalla Fusione dovrà probabilmente cedere in ottemperanza alla normativa *antitrust*, per un corrispettivo in contanti di € 1.330 milioni;
- b. con riferimento al settore del risparmio gestito:
  - la disponibilità di Intesa e CAsa a valutare la fattibilità di un progetto in ambito europeo;
  - il riconoscimento, qualora non venisse ritenuto realizzabile il progetto di cui al punto che precede, ad Intesa del diritto ad acquistare (di seguito, l'"Opzione Call") e a CAsa del diritto a vendere (di seguito, l'"Opzione Put") per contanti il 65% delle attività riconducibili a Nextra Investment Management SGR S.p.A. (di seguito, "Nextra") cedute da Intesa a CAsa nel dicembre 2005 e successivamente confluite in CAAM SGR S.p.A. (di seguito, "CAAM"). L'Opzione Call e l'Opzione Put potranno essere esercitate dalla data di cessione delle Filiali (compresa tra il 1 febbraio 2007 e il 31 marzo 2007) al 12 ottobre 2007 ad un prezzo pari alla somma algebrica di:
    - i. il prezzo pagato da CAsa per l'acquisto del 65% di Nextra da Intesa (circa € 816 milioni);
    - ii. meno i dividendi percepiti da CAsa;
    - iii. più il *cost of equity* maturato nel periodo;



- il venir meno, a seguito dell'esercizio dell'Opzione Call o dell'Opzione Put, degli accordi attualmente in vigore tra Intesa e CAsa;
- c. con riferimento al settore del credito al consumo:
- il mantenimento degli accordi in essere per il tramite di Agos S.p.A. (di seguito, "Agos") per un periodo di tre anni dal perfezionamento della Fusione;
  - il riconoscimento a Intesa e a CAsa di opzioni di vendita e di acquisto relative al 49% del capitale sociale di Agos attualmente detenuto da Intesa.

La congruità per Intesa dei corrispettivi negoziati nell'Accordo con CAsa, in particolare con riferimento al prezzo complessivo di circa € 5.967 milioni relativo alla cessione di Cariparma, di Friuladria e delle Filiali, è stata confermata dalle analisi svolte dall'esperto indipendente nominato da Intesa Prof. Paolo Iovenitti, il quale ha provveduto anche a confermare la valutazione delle attività riconducibili al 65% di Nextra.

### 1.5.2 Riassetto dell'area risparmio e previdenza di Sanpaolo

Nell'ambito di un programma di riassetto e rafforzamento delle attività di risparmio e previdenza (risparmio gestito, previdenza complementare e tutela della persona) del gruppo facente capo a Sanpaolo, Eurizon Financial Group S.p.A. (di seguito, "Eurizon") ha promosso, in data 21 agosto 2006, un'offerta pubblica di acquisto sul 25,3% del capitale sociale di Banca Fideuram S.p.A. (di seguito, "Fideuram") ad un prezzo di € 5,00 per ciascuna azione ordinaria. In data 16 settembre 2006 il periodo di adesione è stato prorogato al 25 ottobre. È previsto, inoltre, l'avvio del processo di quotazione della stessa Eurizon da attuarsi mediante un'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di azioni rivenienti sia da un aumento di capitale che dalla vendita di una quota della partecipazione detenuta da Sanpaolo in Eurizon. A conclusione del processo di quotazione, la partecipazione di Sanpaolo nel capitale di Eurizon dovrebbe risultare del 68% circa. A tale riguardo, si segnala che, in data 28 luglio 2006, Eurizon ha depositato presso Borsa Italiana e CONSOB, rispettivamente la domanda di ammissione a quotazione nonché la domanda di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto informativo.

### 1.6 Documentazione ed informazioni utilizzate

In ordine allo svolgimento dell'Incarico e alla redazione della Relazione, GBL ha acquisito ed esaminato i seguenti elementi contabili e informativi:

- gli statuti vigenti di Intesa e di Sanpaolo;
- i bilanci civilistici e consolidati di Intesa e di Sanpaolo relativi agli esercizi 2004 e 2005, approvati dagli organi competenti, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni dei Collegi Sindacali e delle relazioni di certificazione;
- le relazioni semestrali civilistiche e consolidate di Intesa e di Sanpaolo al 30 giugno 2006, approvate dagli organi competenti, complete delle relazioni sulla gestione e delle relazioni sulla revisione contabile limitata;
- i piani economico-patrimoniali consolidati di Intesa e di Sanpaolo relativi al periodo 2006-2009, predisposti dal *management* delle Banche successivamente alla firma





dell'Accordo Quadro al fine di disporre di proiezioni che, in un'ottica *stand alone*, risultassero omogenee sotto il profilo temporale e delle ipotesi macroeconomiche e di sistema;

- i piani economico-patrimoniali di Cariparma, di Friuladria e delle Filiali relativi al periodo 2006–2009, predisposti dal *management* di Intesa;
- il piano economico-patrimoniale di CAAM relativo al periodo 2006–2008, predisposto dal *management* della società nel mese di marzo 2006;
- il documento relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa, lo scorso mese di agosto 2006, da Eurizon sul 25,3% del capitale sociale di Fideuram;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, strategico e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal *management* delle Banche, anche per il tramite dei loro consulenti;
- le informazioni di pubblico dominio relative a Intesa e Sanpaolo e ritenute rilevanti ai fini delle analisi, quali quelle concernenti le quotazioni di Borsa delle Banche e di un campione di aziende bancarie quotate ritenute comparabili (cfr. paragrafo 3.1.5);
- i risultati delle Due Diligence. A questo riguardo, si rileva che tali risultati non hanno comportato la necessità, ai sensi dell'Accordo Quadro, di apportare modifiche al Rapporto di Cambio.

Nella predisposizione della Relazione, inoltre, GBL ha assunto che:

- tutte le informazioni, i dati, le dichiarazioni e le relazioni, di natura finanziaria o di altra natura, forniti o analizzati o discussi con GBL dal *management* di Intesa e di Sanpaolo siano veri e completi, senza alcuna verifica, accertamento e/o analisi indipendente da parte di GBL;
- le proiezioni economico-patrimoniali siano state formulate secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni ad oggi disponibili del *management* o, a seconda del caso, degli analisti finanziari, in merito alla *performance* futura di Intesa e di Sanpaolo;
- nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non sia stata fornita a GBL;
- la valutazione dell'attivo e del passivo fornita a GBL, che non ha condotto alcuna valutazione o perizia delle attività e passività di Intesa e di Sanpaolo, è congrua e ragionevole;
- la Fusione sarà realizzata in conformità alle condizioni ad oggi concordate, senza rinunce, modifiche o ritardi con riguardo ai termini e alle condizioni stipulate;
- tutte le autorizzazioni necessarie per il completamento dell'operazione siano ottenute senza alcun effetto negativo di rilievo su Intesa, su Sanpaolo e/o sulla Fusione.

GBL non si assume, pertanto, alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni utilizzate, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo.

## 2 Metodi di valutazione adottati

### 2.1 Premessa

Le valutazioni di fusione sollevano un complesso problema estimativo il cui obiettivo è la determinazione del rapporto di cambio, ovvero del rapporto tra il valore delle azioni delle società che promuovono l'operazione.

In tale ottica, secondo un principio consolidato nella prassi valutativa, viene privilegiato il principio di omogeneità relativa dei criteri di valutazione applicati. Ciò in quanto la finalità delle valutazioni di fusione non è tanto la determinazione dei valori economici assoluti delle società interessate all'operazione, quanto l'ottenimento di valori tra loro confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni di fusione assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate all'operazione.

Un secondo principio sovente richiamato nelle valutazioni di fusione fa riferimento all'adozione di un'ottica cosiddetta *stand alone*, fondata cioè sulle attuali configurazioni e sulle prospettive future delle società autonomamente considerate, senza tener conto cioè delle potenziali sinergie derivanti dalla fusione, suscettibili di creare valore aggiunto per i due gruppi di Azionisti.

Il valore per azione di Intesa, di seguito calcolato per ciascun metodo di valutazione, si riferisce esclusivamente alle azioni ordinarie. Poiché il valore complessivo di Intesa include sia il valore delle azioni ordinarie sia il valore delle azioni di risparmio e considerato che le azioni di risparmio di Intesa hanno valori di mercato differenti rispetto alle azioni ordinarie (valore medio a 3 mesi a far data dal 23 agosto 2006<sup>1</sup> delle azioni di risparmio inferiore del 7,3% rispetto all'analogo valore delle azioni ordinarie), si è ritenuto opportuno ponderare il numero delle azioni di risparmio sulla base dello scarto esistente tra le quotazioni delle due categorie di azioni, calcolando così il numero delle azioni ordinarie equivalenti.

Il valore per azione di Sanpaolo, così come calcolato nella presente Relazione, si riferisce anch'esso alle sole azioni ordinarie in quanto, coerentemente a quanto indicato nell'Accordo Quadro (cfr. paragrafo 1.2), si prevede che tutte le azioni privilegiate di Sanpaolo siano convertite alla pari in azioni ordinarie di nuova emissione aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie di Sanpaolo in circolazione.

### 2.2 Criteri di valutazione adottati

Presupposti fondamentali delle valutazioni di fusione, finalizzate all'individuazione di valori economici funzionali alla determinazione di un rapporto di cambio, sono l'omogeneità e la comparabilità dei criteri di stima adottati, correlativamente al profilo economico, patrimoniale ed operativo delle società coinvolte nell'operazione. Le metodologie prescelte, di conseguenza, non possono essere analizzate singolarmente,

---

<sup>1</sup> Ultimo giorno di Borsa antecedente l'emissione di un comunicato stampa congiunto da parte delle Banche che confermava l'esistenza di contatti riguardanti possibili ipotesi di aggregazione.

bensi considerate come parte inscindibile di un unico processo di valutazione. Alla luce di ciò e tenuto conto (i) della finalità delle stime, (ii) dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa, nazionale ed internazionale, con particolare riferimento al settore bancario, (iii) delle caratteristiche proprie di ciascuna Banca e (iv) dello *status* di società quotate che caratterizza le Banche, si sono adottati, quali metodologie principali di valutazione, i seguenti criteri assoluti e relativi:

- metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model* o *DDM*);
- metodo misto con stima autonoma dell'avviamento (UEC complesso);
- metodo reddituale;
- metodo della crescita di Gordon;
- metodo dei multipli di mercato di società comparabili;
- metodo dell'analisi di regressione del ROE;
- metodo dell'analisi di regressione del saggio di crescita atteso dell'utile.

Tenuto conto, inoltre, (i) delle capitalizzazioni di Borsa di Intesa e di Sanpaolo, (ii) dell'elevato livello di flottante e di volumi scambiati, (iii) dell'ampio *panel* di ricerche pubblicate dagli analisti finanziari, sono state utilizzate, prevalentemente con finalità di controllo<sup>2</sup>, anche le seguenti metodologie valutative:

- metodo delle quotazioni di mercato;
- metodo del *consensus* dei prezzi obiettivo (*target price*).

Nella selezione e nell'applicazione dei suddetti criteri, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, anche con riguardo alle specificità di ciascuna Banca.

Nel paragrafo 3 che segue si fornisce una descrizione dettagliata dei metodi di cui sopra, utilizzati ai fini della verifica della congruità del Rapporto di Cambio.

## 2.3 Approccio di analisi

Al fine di tener conto, nell'analisi di congruità del Rapporto di Cambio, degli eventuali impatti dell'Accordo con CAa, soprattutto con riferimento alla cessione di Cariparma, di Friuladria e delle Filiali, si è reso necessario procedere alla "eliminazione" dalle grandezze consolidate economico-patrimoniali disponibili di quelle relative al perimetro delle attività oggetto di cessione. Il valore di Intesa è stato dunque calcolato pari alla somma (i) del valore stimato tramite applicazione alle grandezze economico-patrimoniali "rettificate" dei criteri di valutazione principali (cfr. *supra*) e (ii) del corrispettivo di cessione riferito a Cariparma, a Friuladria e alle Filiali al netto del relativo onere fiscale.<sup>3</sup> Tale prezzo, in quanto costituente una disponibilità liquida in

<sup>2</sup> A partire dal 23 agosto 2006, ultimo giorno di Borsa antecedente l'emissione di un comunicato stampa congiunto che confermava l'esistenza di contatti tra le Banche finalizzati a possibili ipotesi di aggregazione, si presume infatti che tali metodi, esclusivamente di "mercato", non risultino più rappresentativi del valore *stand alone* delle Banche. Come meglio specificato al successivo paragrafo 2.3, inoltre, non è stato possibile quantificare analiticamente gli effetti dell'Accordo con CAa su tali criteri di valutazione.

<sup>3</sup> Si prevede che la cessione di Cariparma, Friuladria e delle Filiali avvenga in regime di *participation exemption*.

eccesso alle esigenze di normale funzionamento del *business*, è stato dunque considerato, ai fini valutativi, quale capitale accessorio (*surplus assets*).

Non è stato possibile, invece, incorporare analiticamente gli effetti dell'Accordo con CAa nell'applicazione delle metodologie utilizzate prevalentemente con finalità di controllo, basate sulle quotazioni di Borsa e sui *target price* degli analisti finanziari. Si è comunque proceduto a verificare che i corrispettivi di cessione concordati fossero tali da non incidere sul rapporto di cambio ottenuto tramite applicazione dei criteri in parola.

Si è ritenuto, inoltre, non rilevante ai fini della presente Relazione l'impatto sul Rapporto di Cambio degli accordi stipulati tra Intesa e CAa relativamente al *business* del risparmio gestito. Infatti:

- la disponibilità di entrambe le parti a valutare la fattibilità di un progetto in ambito continentale rende, di fatto, non certo l'esercizio dell'Opzione Call e/o dell'Opzione Put;
- il prezzo di esercizio dell'Opzione Call e dell'Opzione Put risulta sostanzialmente allineato al corrispettivo pagato, nel dicembre 2005, da CAa a Intesa per l'acquisto del medesimo perimetro di attività che, nel periodo dicembre 2005 – settembre 2006 è stato, inoltre, caratterizzato da una sostanziale stabilità del patrimonio complessivo di fondi comuni in gestione;
- la congruità del valore delle attività riconducibili al 65% di Nextra è stata confermata dalle analisi effettuate dal Prof. Paolo Iovenitti, esperto indipendente nominato da Intesa.

In conformità al principio di omogeneità delle valutazioni di fusione, che comporta non solo la coincidenza dei metodi e/o dei criteri, ma anche e soprattutto l'applicazione delle stesse regole e degli stessi comportamenti nelle scelte valutative essenziali, anche i corrispettivi netti di cui, nell'orizzonte temporale di piano (2006-2009), beneficerà il Sanpaolo per effetto della prospettata quotazione di Eurizon sono stati considerati, in relazione alle analisi svolte, quali *surplus assets*.



### 3 Descrizione e applicazione dei metodi di valutazione

#### 3.1 Metodi principali

##### 3.1.1 Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model*)

###### 3.1.1.1 Descrizione del metodo

Il metodo dei flussi di dividendo attualizzati (*Dividend Discount Model* o *DDM*) determina il valore economico di una banca come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale di previsione analitica, coerentemente al mantenimento di un adeguato livello di patrimonializzazione e (ii) del valore attuale del Valore Terminale (*Terminal Value* o *TV*), calcolato assumendo una crescita perpetua costante dei flussi di dividendo oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica. L'approccio adottato prescinde, quindi, dall'effettiva politica di distribuzione degli utili adottata dalla banca.

In formula, tale versione a "due stadi" del DDM può essere espressa tramite la seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^n} + SA \text{ con } TV = \frac{Div_{Nn} \times (1+g)}{(k_e - g)}$$

dove:

- W = valore economico della banca oggetto di valutazione
- TV = *Terminal Value*, pari al valore stimato della banca nell'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica dei flussi di dividendo
- Div<sub>t</sub> = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno *t* del periodo di previsione analitica
- Div<sub>Nn</sub> = flusso di dividendo "normalizzato" potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica (anno *n*)
- SA = capitali accessori o *surplus assets*
- n = numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo
- k<sub>e</sub> = tasso di attualizzazione, pari al costo del capitale (*cost of equity*) della banca
- g = tasso di crescita degli utili oltre il periodo di previsione analitica

Nel caso di specie, l'applicazione del DDM si è articolata nei seguenti passaggi:

- a. identificazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale di previsione analitica (2006-2009);
- b. determinazione del tasso di attualizzazione "k<sub>e</sub>" (*cost of equity*) e del tasso di crescita "g";

- c. calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica (2006–2009) e del *Terminal Value* (> 2009).

### 3.1.1.2 Identificazione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale di previsione analitica

Ai fini della valutazione in oggetto, si è assunto come orizzonte temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo il periodo 2006–2009, oltre il quale il valore delle banche è stato calcolato tramite il *Terminal Value*. Lo sviluppo dei dati di conto economico e di stato patrimoniale relativi al periodo di previsione analitica (2006–2009) è basato sui piani economico-patrimoniali consolidati predisposti dal *management* delle due Banche.

Il calcolo dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili in tale periodo di previsione analitica è stato effettuato assumendo, prudenzialmente e al fine di individuare un livello minimo di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportare lo sviluppo futuro delle banche, un *core tier 1 ratio* (rapporto tra patrimonio di base, al netto degli strumenti innovativi di capitale eventualmente emessi, e il complesso delle attività di rischio ponderate) e un *total capital ratio* (rapporto tra patrimonio di vigilanza, inclusivo delle eventuali passività subordinate di 3° livello, e il complesso delle attività di rischio ponderate) pari, rispettivamente, al 7,0% e al 8,0%.

### 3.1.1.3 Determinazione del tasso di attualizzazione ( $k_e$ )

Il tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo " $k_e$ " corrisponde al rendimento richiesto dagli investitori per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (*cost of equity*). Coerentemente con la prassi valutativa, tale tasso è stato calcolato tramite applicazione del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) sulla base della seguente formula:

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

dove:

- $r_f$  = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. Nel caso in esame, tenuto conto dell'orizzonte temporale di riferimento, si è assunto, quale tasso privo di rischio, il rendimento effettivo lordo del BTP decennale con scadenza 1 agosto 2016, pari al 4,0% alla data del 10 ottobre 2006 (fonte: Il Sole 24 Ore)
- $r_m - r_f$  = premio per il rischio richiesto dal mercato, quantificato in linea con la prassi valutativa pari al 4,5%
- $\beta$  = coefficiente d'interrelazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento; misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato. Ai fini della valutazione in oggetto si è considerato un  $\beta$  di 1,09 per Intesa e un  $\beta$  di 1,12 per Sanpaolo



(fonte: Bloomberg)<sup>4</sup>

Sulla base delle suddette ipotesi, il tasso di attualizzazione “ $k_e$ ” risulta pari al 8,9% per Intesa e a 9,1% per Sanpaolo.

#### 3.1.1.4 Calcolo del Valore Terminale (*Terminal Value*)

Il *Terminal Value* è stato determinato applicando al flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell’ultimo anno di previsione analitica la formula della rendita perpetua crescente in base a un fattore di crescita “ $g$ ”.

Al fine di tener conto, nel calcolo del Valore Terminale, delle specifiche ipotesi di crescita implicite nei piani economico-patrimoniali 2006–2009 delle due Banche, in particolare con riferimento all’ultimo anno di proiezione disponibile, si è assunto un saggio di crescita “ $g$ ” nella misura del 2,1% Intesa e del 2,5% per Sanpaolo.

#### 3.1.1.5 Analisi di sensitività e sintesi dei risultati

In Tabella 1 sono riportati i valori delle Banche, assoluti e per azione, ottenuti tramite l’utilizzo del Dividend Discount Model sulla base delle ipotesi sopra formulate.

**Tabella 1. Sintesi dei risultati**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Valore con DDM (€ milioni)	35.283	32.843
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>41.089</b>	<b>34.447</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>5,97</b>	<b>18,40</b>

Al fine di valutare l’impatto sui valori di Intesa e di Sanpaolo di eventuali variazioni delle ipotesi considerate con riferimento al *cost of equity* ( $k_e$ ) e al tasso di crescita “ $g$ ”, sono state effettuate delle analisi di sensitività i cui risultati, in termini di valore per azione, sono riportati in Tabella 2 per Intesa e in Tabella 3 per Sanpaolo.

<sup>4</sup>  $\beta$  calcolati con riferimento ad osservazioni effettuate con frequenza settimanale su un orizzonte temporale di 1 anno.

Tabella 2. Analisi di sensitività per Intesa (€)

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
Costo del capitale (Ke)	8,1%	6,58	6,67	6,77	6,87	6,97
	8,5%	6,18	6,26	6,34	6,43	6,52
	8,9%	5,83	5,90	5,97	6,05	6,12
	9,4%	5,53	5,59	5,65	5,71	5,78
	9,8%	5,25	5,31	5,36	5,42	5,48

Tabella 3. Analisi di sensitività per Sanpaolo (€)

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
Costo del capitale (Ke)	8,2%	20,60	21,01	21,45	21,90	22,38
	8,6%	19,09	19,44	19,81	20,20	20,60
	9,1%	17,78	18,08	18,40	18,73	19,08
	9,5%	16,63	16,90	17,18	17,47	17,76
	10,0%	15,63	15,86	16,10	16,35	16,61

Tabella 4. Analisi di sensitività sul rapporto di cambio

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
Costo del capitale (Ke)	8,2%	3,130	3,149	3,168	3,188	3,209
	8,6%	3,088	3,105	3,123	3,141	3,160
	9,1%	3,048	3,064	3,081	3,098	3,115
	9,5%	3,010	3,025	3,041	3,056	3,073
	10,0%	2,974	2,988	3,002	3,017	3,032

Sulla base dei risultati ottenuti dall'analisi di sensitività in relazione a possibili variazioni, rispetto ai valori indicati nei paragrafi che precedono, di "k<sub>e</sub>" e di "g" in un intervallo compreso tra ± 10%, si ottiene un rapporto di cambio compreso tra 2,974 e 3,209 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo (Tabella 4).





### 3.1.2 Metodo misto con stima autonoma dell'avviamento

#### 3.1.2.1 Descrizione del metodo

Il metodo misto patrimoniale-reddituale con valorizzazione autonoma dell'avviamento, denominato anche metodo "UEC complesso", giunge alla determinazione del valore economico di un'azienda sulla base di due elementi: (i) il patrimonio netto espresso a valori correnti ( $K^l$ ), inclusivo del valore dei beni immateriali, e (ii) l'avviamento positivo (*goodwill*) o negativo (*badwill*) attribuibile al patrimonio in relazione alla capacità dell'impresa di produrre un extrareddito, positivo o negativo, rispetto a un rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento. Tale criterio consente, dunque, di comporre una sintesi dei profili di appetibilità correlabili sia alla dimensione patrimoniale che a quella reddituale.

Il criterio in parola si fonda sull'applicazione della seguente formula:

$$W = K^l + (R - iK^l) \times a_{n-i} + SA \quad \text{con } K^l = K + A$$

dove:

W	=	valore economico della banca oggetto di valutazione
K	=	patrimonio netto rettificato
A	=	valore dei beni immateriali
$K^l$	=	patrimonio netto complesso, inclusivo del valore dei beni immateriali
R	=	reddito medio normale atteso
SA	=	capitali accessori o <i>surplus assets</i>
$a_{n-i}$	=	fattore di rendita
i	=	tasso di rendimento normale in relazione alla tipologia di investimento (i.e., <i>cost of equity</i> della banca oggetto di valutazione)
$i^l$	=	tasso di capitalizzazione dell'extrareddito, pari al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio
n	=	numero di anni corrispondente alla durata dell'extrareddito

#### 3.1.2.2 Calcolo del patrimonio netto rettificato

Per la stima del patrimonio netto rettificato si è assunto, quale riferimento iniziale, il patrimonio netto contabile consolidato, comprensivo dell'utile netto di periodo, risultante dalla relazione semestrale al 30 giugno 2006 redatta secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS che, prevedendo l'applicazione del principio generale di prevalenza della sostanza economica sulla forma giuridica, esprimono a *fair value* gran parte delle poste all'attivo e al passivo.

Di conseguenza, al fine di esprimere a valori correnti il patrimonio netto sopra indicato sono state apportate le seguenti rettifiche, calcolate ove necessario al netto delle quote di pertinenza di terzi:

- azioni proprie delle controllate: si è provveduto a recuperare il valore delle azioni in portafoglio relative alle società controllate sulla base del valore di mercato degli stessi titoli;
- avviamenti: si è proceduto al *write-off* degli avviamenti, al netto dell'eventuale valore attuale dei benefici fiscali connessi alla deducibilità delle quote annue residue di ammortamento;
- operazioni straordinarie: come indicato al paragrafo 2.3 che precede, sono stati stimati gli effetti derivanti dalla cessione di Cariparma, di Friuladria e delle Filiali per Intesa e del previsto riassetto del "polo risparmio e previdenza" per Sanpaolo.

La Tabella 5 quantifica, per ciascuna Banca, il patrimonio netto risultante dal processo di rettifica sopra esposto.

**Tabella 5. Calcolo del patrimonio netto rettificato (€ milioni)**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
<b>Patrimonio netto contabile (30 giugno 2006)</b>	<b>16.832</b>	<b>13.949</b>
Totale rettifiche	(2.654)	(1.240)
<b>Patrimonio netto rettificato (K)</b>	<b>14.178</b>	<b>12.709</b>

### 3.1.2.3 Calcolo del "valore della raccolta" e del patrimonio netto complesso

L'applicazione del "metodo UEC" complesso richiede la stima del valore dei beni immateriali che, nel caso specifico delle aziende bancarie, è commisurato alle consistenze della raccolta diretta ed indiretta da clientela.

Dal punto di vista applicativo e secondo prassi valutativa, la valorizzazione della raccolta avviene sulla base di coefficienti empirici applicati a tal fine, differenziati per le diverse forme tecniche in modo da esprimere la differenza di onerosità (nel caso della raccolta diretta) e di redditività (nel caso della raccolta indiretta) delle varie tipologie di raccolta. La Tabella 6 che segue riepiloga i coefficienti applicati, per forma tecnica, nel caso in esame.

Ai fini della presente Relazione, il valore della raccolta è stato determinato con riferimento all'ammontare della raccolta diretta e indiretta delle Banche come risultante dalle relazioni semestrali consolidate al 30 giugno 2006, rettificata per incorporare, ove necessario, le quote di pertinenza di terzi.

Tabella 6. Classi di raccolta e coefficienti di valorizzazione

	Coefficiente
<b>Raccolta diretta</b>	
conti correnti e depositi a risparmio	8,0%
certificati di deposito ed obbligazioni	4,0%
altre forme tecniche	4,0%
pronti contro termine	1,5%
<b>Raccolta indiretta</b>	
raccolta gestita	3,0%
prodotti assicurativi	3,0%
raccolta indiretta da reti di promozione finanziaria <sup>5</sup>	5,0%
raccolta amministrata	1,0%

La Tabella 7 che segue riporta, per Intesa e Sanpaolo, il valore di avviamento sulla raccolta e il patrimonio netto complesso risultante.

Tabella 7. Valore dell'avviamento e patrimonio netto complesso (€ milioni)

		Intesa	Sanpaolo
<b>Patrimonio netto rettificato</b>	<b>(K)</b>	14.178	12.709
<b>Avviamento sulla raccolta</b>	<b>(A)</b>	12.555	13.692
di cui raccolta diretta		9.321	8.509
di cui raccolta indiretta		3.233	5.183
<b>Patrimonio netto complesso</b>	<b>(K<sup>I</sup> = K + A)</b>	<b>26.732</b>	<b>26.401</b>

### 3.1.2.4 Calcolo del reddito medio normale atteso

Come già specificato, il metodo "misto" stima il valore economico di una banca anche in funzione della sua capacità di reddito. Quest'ultima è generalmente intesa come redditività medio normale attesa e non come una successione di valori riferibili a singoli redditi d'esercizio stimati per ciascuno degli anni a venire. La configurazione di reddito medio normale è pertanto l'espressione dell'intrinseca capacità dell'azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente un flusso di ricchezza, tenuto conto sia dei fattori competitivi esterni che di quelli inerenti l'organizzazione interna.

<sup>5</sup> Coefficiente stimato con riferimento al *goodwill* sulla raccolta indiretta implicito nelle quotazioni di Borsa di società di promozione finanziaria.

Nel caso di specie, la determinazione del reddito medio normale atteso è avvenuta assumendo a riferimento i risultati relativi all'esercizio 2005 e le previsioni di piano inerenti il periodo 2006-2009.

Ai risultati storici e previsionali sono state apportate, al fine di eliminare o stemperare gli effetti di componenti di reddito di natura straordinaria e non ripetitiva, le seguenti rettifiche, effettuate con riferimento ai dati consolidati delle Banche:

- ammortamenti di avviamenti: sono stati stornati gli ammortamenti dei valori di avviamento in coerenza con le rettifiche apportate in sede di determinazione del patrimonio netto rettificato;
- proventi e oneri straordinari: tali componenti sono stati stornati dal reddito in quanto ritenuti non ripetibili ed estranei alla gestione caratteristica;
- utili di attività in via dismissione: tali componenti di reddito sono stati stornati in quanto relativi a gruppi di attività/passività per le quali è già stato avviato un processo di cessione;
- operazioni straordinarie: sono state apportate rettifiche coerenti con quanto effettuato in sede di determinazione del patrimonio netto rettificato.

All'esito del processo di normalizzazione si è ritenuto opportuno assumere a riferimento della stima per entrambe le Banche i redditi relativi agli esercizi 2005-2009, attribuendo a ciascuno di essi il medesimo coefficiente di ponderazione. Di conseguenza, il processo di normalizzazione ha condotto alla stima dei redditi medio normali attesi indicati in Tabella 8.

**Tabella 8. Reddito medio normale atteso (€ milioni)**

		<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
<b>Reddito medio normale atteso</b>	<b>(R)</b>	<b>2.474</b>	<b>2.277</b>

### 3.1.2.5 Determinazione dei tassi e dell'orizzonte temporale di riferimento

Gli altri parametri applicativi del metodo UEC complesso, tenuto conto del settore di appartenenza delle aziende in esame, del grado di rischio caratteristico delle Banche, nonché delle indicazioni desunte dalla prassi valutativa, sono stati fissati come segue:

- $i = 8,9\%$  per Intesa e  $9,1\%$  per Sanpaolo<sup>6</sup>
- $i' = 4,0\%$ <sup>7</sup>
- $n = 5$  anni

<sup>6</sup> Pari, rispettivamente, al *cost of equity* "ke" di Intesa e Sanpaolo (cfr. paragrafo 3.1.1.3).

<sup>7</sup> Tasso di rendimento di investimenti privi di rischio (cfr. paragrafo 3.1.1.3).

### 3.1.2.6 Calcolo del Goodwill

Sulla base delle ipotesi metodologiche e di calcolo considerate, si ottiene il *goodwill*/*badwill* di seguito riportato (Tabella 9).

**Tabella 9. Calcolo del goodwill / (badwill) (€ milioni)**

		<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
<b>Patrimonio netto complesso</b>	<b>(K<sup>l</sup>)</b>	<b>26.732</b>	<b>26.401</b>
Reddito medio normale atteso	(R)	2.474	2.277
Costo del capitale	(i)	8,9%	9,1%
Tasso di attualizzazione	(i <sup>l</sup> )	4,0%	4,0%
Orizzonte temporale	(n)	5	5
<b>Goodwill / (Badwill)</b>		<b>368</b>	<b>(534)</b>

### 3.1.2.7 Analisi di sensitività e sintesi dei risultati

L'applicazione del metodo UEC complesso conduce alla stima dei valori economici complessivi e per azione delle Banche riportati in Tabella 10.

**Tabella 10. Sintesi dei risultati**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Valore con UEC complesso (€ milioni)	27.100	25.867
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>32.906</b>	<b>27.471</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>4,78</b>	<b>14,68</b>

Al fine di stimare l'impatto sui valori ottenuti di possibili variazioni delle ipotesi formulate in termini di *cost of equity* ( $k_e$ ) in un intervallo compreso tra  $\pm 10\%$ , è stata effettuata un'analisi di sensitività, da cui si ricava un rapporto di cambio compreso tra 3,047 e 3,087 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

### 3.1.3 Metodo reddituale

Il metodo reddituale determina il valore di un'azienda in funzione (i) del flusso dei redditi attesi nell'arco temporale di previsione assunto nella valutazione e (ii) del valore del tasso di attualizzazione espressivo del rendimento-opportunità del capitale. Esso quindi individua nella capacità di generare reddito, generalmente intesa come redditività medio normale attesa, il *driver* fondamentale del valore. Nel caso di specie, il modello utilizzato (a tempo definito e con valore a regime) è il seguente:

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{R_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^n} + SA \text{ con } TV = \frac{R_n \times (1+g)}{(k_e - g)}$$

dove:

- W = valore economico della banca oggetto di valutazione
- TV = *Terminal Value*, pari al valore stimato della banca nell'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica
- R<sub>t</sub> = reddito atteso, opportunamente normalizzato, in ciascun periodo *t* del periodo di previsione analitica
- R<sub>n</sub> = reddito atteso, opportunamente normalizzato, al termine del periodo di previsione analitica (anno *n*)
- SA = capitali accessori o *surplus assets*
- n = numero di anni di previsione analitica dei flussi di reddito
- k<sub>e</sub> = tasso di attualizzazione, pari al costo del capitale (*cost of equity*) della banca
- g = tasso di crescita del reddito oltre il periodo di previsione analitica

I parametri utilizzati per l'applicazione del metodo reddituale sono i medesimi considerato in sede di utilizzo del *Dividend Discount Model* e del metodo UEC complesso.

### 3.1.3.1 Analisi di sensitività e sintesi dei risultati

In Tabella 11 sono riportati i valori, assoluti e per azione, di Intesa e di Sanpaolo calcolati sulla base del metodo reddituale.

**Tabella 11. Sintesi dei risultati**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Valore con metodo Reddituale (€ milioni)	36.340	34.160
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>42.146</b>	<b>35.763</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>6,13</b>	<b>19,11</b>

Al fine di quantificare l'impatto sui valori ottenuti di possibili variazioni delle ipotesi considerate in termini di *cost of equity* (k<sub>e</sub>) e di tasso di crescita "g" in un intervallo compreso tra ± 10%, sono state effettuate delle analisi di sensitività i cui risultati, in termini di valore per azione e di rapporto di cambio sono riportati Tabella 12, in Tabella 13 e in Tabella 14.

Tabella 12. Analisi di sensitività per Intesa

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
Costo del capitale (Ke)	8,1%	6,56	6,64	6,73	6,82	6,91
	8,5%	6,26	6,33	6,41	6,49	6,57
	8,9%	6,00	6,06	6,13	6,20	6,27
	9,4%	5,77	5,82	5,88	5,94	6,00
	9,8%	5,56	5,61	5,66	5,72	5,77

Tabella 13. Analisi di sensitività per Sanpaolo

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
Costo del capitale (Ke)	8,2%	20,62	20,97	21,34	21,73	22,13
	8,6%	19,52	19,82	20,14	20,47	20,82
	9,1%	18,56	18,83	19,11	19,39	19,69
	9,5%	17,73	17,96	18,20	18,46	18,72
	10,0%	16,99	17,20	17,41	17,64	17,87

Tabella 14. Analisi di sensitività sul rapporto di cambio

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
Costo del capitale (Ke)	8,2%	3,143	3,156	3,171	3,186	3,202
	8,6%	3,118	3,130	3,143	3,157	3,171
	9,1%	3,095	3,106	3,118	3,131	3,143
	9,5%	3,074	3,084	3,095	3,107	3,118
	10,0%	3,054	3,064	3,074	3,085	3,096

Sulla base delle analisi effettuate si ottiene, di conseguenza, un valore del rapporto di cambio compreso tra 3,054 e 3,202 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

### 3.1.4 Metodo della crescita di Gordon

#### 3.1.4.1 Descrizione del metodo

Il metodo della crescita di Gordon (*Gordon Growth Model*) stima il valore di una banca sulla base della relazione esistente tra (i) la redditività attesa (espressa dal ROE) sostenibile nel lungo periodo, (ii) il tasso nominale di crescita “g” degli utili nel lungo termine e (iii) il tasso di rendimento “k<sub>e</sub>” richiesto dagli investitori per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile (*cost of equity*). In formula:

$$W = BV \times \frac{(ROE - g)}{(k_e - g)} + SA$$

dove:

W	=	valore economico della banca oggetto di valutazione
BV	=	patrimonio netto
ROE	=	redditività prospettica del capitale proprio (sostenibile nel lungo termine)
SA	=	capitali accessori o <i>surplus assets</i>
g	=	tasso di crescita degli utili (sostenibile nel lungo termine)
k <sub>e</sub>	=	costo del capitale (cfr. paragrafo 3.1.1.3)

Nel caso di specie, l’applicazione del *Gordon Growth Model* è avvenuta sulla base dei medesimi parametri di calcolo utilizzati per il *Dividend Discount Model* (cfr. paragrafo 3.1.1).

#### 3.1.4.2 Analisi di sensitività e sintesi dei risultati

In Tabella 15 sono riportati i valori, assoluti e per azione, di Intesa e di Sanpaolo stimati tramite applicazione del metodo in parola.

**Tabella 15. Sintesi dei risultati**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Valore con <i>Gordon Growth Model</i> (€ milioni)	27.668	25.984
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>33.474</b>	<b>27.587</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>4,87</b>	<b>14,74</b>

Al fine di quantificare l’impatto di eventuali variazioni delle ipotesi formulate in termini di *cost of equity* (k<sub>e</sub>) e di tasso di crescita “g” in un intervallo compreso tra ± 10%, sono



state effettuate delle analisi di sensitività i cui risultati, in termini di valore per azione e di rapporto di cambio sono riportati in Tabella 16, in Tabella 17 e in Tabella 18.

**Tabella 16. Analisi di sensitività per Intesa**

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%
Costo del capitale (Ke)	8,1%	5,38	5,43	5,47	5,52	5,57
	8,5%	5,07	5,11	5,15	5,19	5,23
	8,9%	4,80	4,84	4,87	4,90	4,93
	9,4%	4,57	4,59	4,62	4,65	4,67
	9,8%	4,36	4,38	4,40	4,42	4,44

**Tabella 17. Analisi di sensitività per Sanpaolo**

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
Costo del capitale (Ke)	8,2%	16,60	16,78	16,96	17,15	17,35
	8,6%	15,48	15,62	15,77	15,92	16,08
	9,1%	14,51	14,62	14,74	14,86	14,99
	9,5%	13,66	13,75	13,84	13,94	14,04
	10,0%	12,91	12,98	13,06	13,13	13,22

**Tabella 18. Analisi di sensitività sul rapporto di cambio**

		Tasso di crescita nel lungo periodo (dal 2009, g)				
		2,2%	2,4%	2,5%	2,6%	2,7%
Costo del capitale (Ke)	8,2%	3,084	3,091	3,098	3,106	3,114
	8,6%	3,051	3,056	3,062	3,068	3,075
	9,1%	3,019	3,024	3,028	3,033	3,039
	9,5%	2,990	2,993	2,997	3,001	3,005
	10,0%	2,962	2,964	2,967	2,970	2,973

Sulla base delle analisi effettuate si ottiene un rapporto di cambio compreso tra 2,962 e 3,114 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

### 3.1.5 Metodo dei multipli di mercato di società comparabili

#### 3.1.5.1 Descrizione del metodo

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti (i multipli, appunto) in grado di legare il prezzo di mercato con alcune rilevanti variabili economiche aziendali. I multipli così calcolati vengono poi applicati alle medesime grandezze economiche dell'azienda oggetto di valutazione, in modo tale da pervenire, per moltiplicazione, alla determinazione del valore della stessa.

Sul piano del metodo, l'approccio delle società comparabili si è articolato nelle seguenti fasi applicative:

- a. scelta di un campione di società comparabili con quelle oggetto di valutazione. Nel caso di specie, secondo un approccio condiviso dalla prassi valutativa, si è ritenuto che la variabile più significativa ai fini di tale selezione fosse rappresentata dalla classe dimensionale. Ciò in quanto il mercato delle aziende di credito presenta alcune uniformità di comportamento (quali, ad esempio, la diversificazione produttiva, l'approccio distributivo, l'efficienza operativa e commerciale, il costo del capitale, ecc.) proprio in relazione alla scala dimensionale. Di conseguenza, il campione utilizzato ai fini dell'analisi risulta costituito da 14 banche europee ad elevata capitalizzazione e con un attivo consolidato di bilancio superiore a € 130 miliardi ;
- b. scelta dei moltiplicatori che, in relazione al settore oggetto d'analisi, sono ritenuti maggiormente significativi. Coerentemente con la pratica relativa alla valutazione di aziende operanti in settori a redditività consolidata, quale quello creditizio, sono stati utilizzati i seguenti rapporti:
  - Prezzo/Utile netto (di seguito, "PE")
  - Prezzo/Patrimonio netto (di seguito, "PBV")
- c. stima delle variabili economiche di riferimento delle banche costituenti il campione. In particolare, sono stati considerati i dati di utile netto e di patrimonio netto a fine 2005, nonché i dati previsionali di utile netto e di dividendo per azione relativi agli anni 2006-2009 sulla base delle stime di *consensus* I/B/E/S (fonte: Bloomberg);
- d. determinazione dell'intervallo temporale cui riferire le quotazioni di mercato delle banche del campione. Nelle analisi effettuate si è fatto uso delle quotazioni medie ponderate per i volumi calcolate su base trimestrale a far data dal 6 ottobre 2006 (10 luglio 2006 - 6 ottobre 2006);
- e. calcolo, per ciascuna banca del campione, dei moltiplicatori selezionati. Nel caso di specie, i multipli PE e PBV sono stati stimati sulla base dell'utile netto e del patrimonio netto relativi agli anni 2006, 2007, 2008 e 2009;<sup>8</sup>

<sup>8</sup> È prassi consolidata, ai fini valutativi, l'utilizzo dei multipli *leading*, calcolati con riferimento alle grandezze attese, rispetto ai multipli *current*, calcolati cioè sui dati storici. Il prezzo di mercato di un'azione, infatti, non risulta funzione dei risultati passati, ma di quelli prospettici, cosicché esso

- f. calcolo, per ciascun anno del periodo considerato, del valor medio dei moltiplicatori delle banche del campione;<sup>9</sup>
- g. stima del valore economico di ciascuna Banca per moltiplicazione tra il valore medio dei multipli PE e PBV del campione e le analoghe grandezze economiche di Intesa e di Sanpaolo.

### 3.1.5.2 Multipli di mercato di società comparabili

Nelle tabelle che seguono sono riportati i moltiplicatori PE (Tabella 19) e PBV (Tabella 20) del campione selezionato di banche comparabili.

**Tabella 19. Multiplo PE del campione di società comparabili**

Banca quotata	PE			
	2006E	2007E	2008E	2009E
ABN Amro	9,7x	9,1x	8,5x	8,3x
BBVA	12,4x	11,3x	9,8x	n.d.
BNP Paribas	10,4x	9,7x	8,8x	9,2x
Commerzbank	11,7x	10,5x	9,4x	8,4x
Credit Agricole	10,1x	9,3x	8,5x	8,6x
Danske Bank	11,3x	10,7x	10,0x	8,7x
Deutsche Bank	9,3x	9,1x	8,5x	8,2x
KBC	11,5x	10,4x	9,6x	8,8x
Nordea	10,1x	10,4x	9,7x	9,0x
BSCH	11,4x	10,2x	8,8x	n.d.
Societe Generale	10,2x	9,7x	9,1x	11,7x
Banca MPS	15,0x	13,2x	11,4x	10,3x
Capitalia	15,2x	12,2x	10,7x	9,5x
Unicredit	13,2x	11,1x	9,5x	9,0x
<b>Valore medio PE</b>	<b>11,2x</b>	<b>10,2x</b>	<b>9,2x</b>	<b>9,2x</b>

assume significato solo in quanto il denominatore utilizzato per il calcolo del multiplo rappresenti anch'esso un valore prospettico.

<sup>9</sup> Media ponderata per i valori di mercato delle banche del campione.



Tabella 20. Multiplo PBV del campione di società comparabili

Banca quotata	PBV			
	2006E	2007E	2008E	2009E
ABN Amro	1,70x	1,55x	1,42x	1,30x
BBVA	3,07x	2,65x	2,28x	n.d.
BNP Paribas	1,64x	1,48x	1,33x	1,23x
Commerzbank	1,27x	1,17x	1,07x	0,99x
Credit Agricole	1,42x	1,29x	1,17x	1,08x
Danske Bank	1,74x	1,58x	1,44x	1,30x
Deutsche Bank	1,38x	1,26x	1,15x	1,06x
KBC	1,75x	1,58x	1,43x	1,30x
Nordea	1,83x	1,66x	1,50x	1,37x
BSCH	1,71x	1,56x	1,41x	n.d.
Societe Generale	1,99x	1,78x	1,59x	1,51x
Banca MPS	1,82x	1,70x	1,58x	1,48x
Capitalia	1,83x	1,69x	1,55x	1,42x
Unicredit	1,70x	1,57x	1,44x	1,33x
<b>Valore medio PBV</b>	<b>1,81x</b>	<b>1,63x</b>	<b>1,47x</b>	<b>1,27x</b>

### 3.1.5.3 Sintesi dei risultati

L'applicazione del criterio in parola conduce ai valori, complessivi e per azione, di Intesa e di Sanpaolo indicati in Tabella 21 (con riferimento al multiplo PE) e in Tabella 22 (con riferimento al multiplo PBV).

Tabella 21. Sintesi dei risultati (multiplo PE)

	Intesa	Sanpaolo
Valore con multiplo PE (€ milioni)	26.161	23.667
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>31.967</b>	<b>25.270</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>4,65</b>	<b>13,50</b>

Tabella 22. Sintesi dei risultati (multiplo PBV)

	Intesa	Sanpaolo
Valore con multiplo PBV (€ milioni)	26.519	26.470
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>32.325</b>	<b>28.074</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>4,70</b>	<b>15,00</b>



Sulla base delle analisi effettuate si ottiene un rapporto di cambio compreso tra 2,905 e 3,191 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

### 3.1.6 Metodo dell'analisi di regressione del ROE

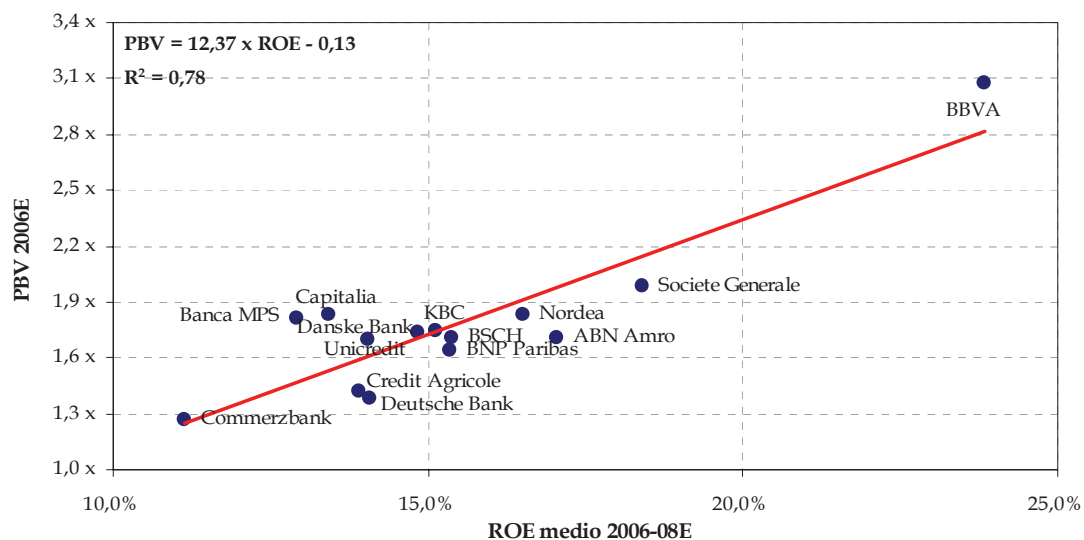
#### 3.1.6.1 Descrizione del metodo

Il metodo dell'analisi del ROE determina il valore economico di un'azienda sulla base della correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione significativo di società quotate, esistente tra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa tramite il ROE atteso) e il rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e il patrimonio netto (PBV). Qualora statisticamente significativi, i parametri della regressione vengono applicati al ROE prospettico dell'azienda oggetto di valutazione al fine di determinarne il PBV implicito dal quale si ricava, per moltiplicazione con il corrispondente patrimonio netto, il valore dell'azienda.

Nel caso di specie, il metodo dell'analisi del ROE è stato applicato con riferimento al medesimo campione di banche europee quotate utilizzato per l'applicazione del metodo dei multipli di mercato ed analizzando la relazione statistica esistente tra il ROE medio atteso per il periodo 2006-2008 e il PBV stimato a fine 2006 (proiezioni di *consensus* I/B/E/S). Anche nell'applicazione di questa metodologia si è fatto uso delle quotazioni medie ponderate per i volumi calcolate su base trimestrale a far data dal 6 ottobre 2006 (10 luglio 2006 - 6 ottobre 2006).

In Tabella 23 è mostrata l'analisi di regressione svolta e il relativo algoritmo.

Tabella 23. Analisi di regressione del ROE



### 3.1.6.2 Sintesi dei risultati

Nella Tabella 24 che segue sono indicati i valori di Intesa e di Sanpaolo, assoluti e per azione, derivanti dall'applicazione del metodo in parola.

**Tabella 24. Sintesi dei risultati**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Valore con Analisi del ROE (€ milioni)	27.711	23.872
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>33.517</b>	<b>25.475</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>4,87</b>	<b>13,61</b>

Sulla base delle analisi effettuate il criterio della regressione del ROE conduce ad un valore del rapporto di cambio pari a 2,793 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

### 3.1.7 Metodo dell'analisi di regressione del saggio di crescita atteso dell'utile

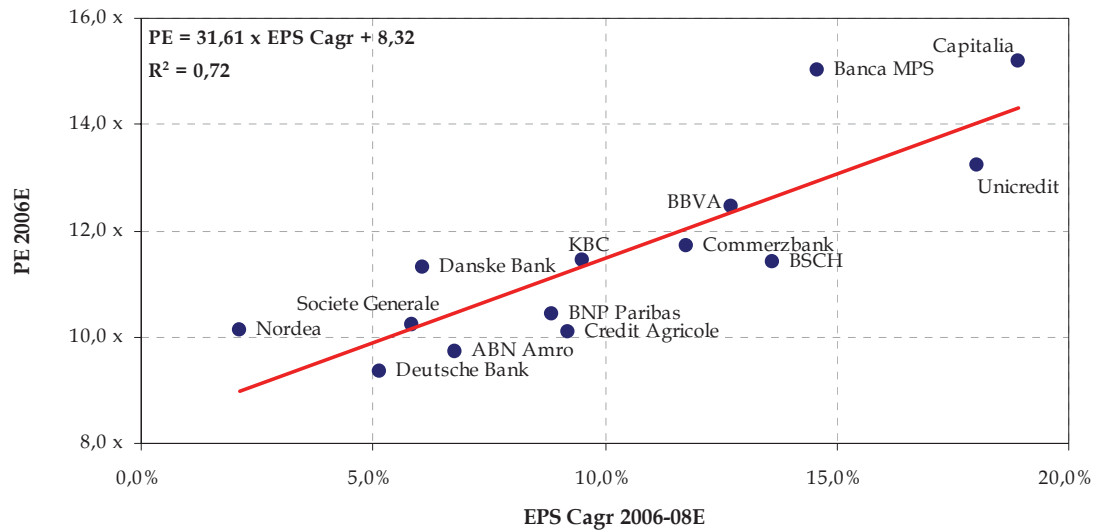
#### 3.1.7.1 Descrizione del metodo

Analogamente all'analisi del ROE descritta al paragrafo 3.1.6, il criterio in oggetto stima il valore economico di un'azienda sulla base della correlazione statistica, calcolata con riferimento ad un campione significativo di società quotate, esistente tra il tasso di crescita atteso dell'utile e il rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e l'utile netto (PE). A parità di condizioni, infatti, le società caratterizzate da una maggior tasso di crescita dovrebbero essere scambiate con multipli più elevati rispetto ad altre imprese. Qualora statisticamente significativi, i parametri della regressione vengono applicati al saggio di crescita atteso dell'utile dell'azienda oggetto di valutazione al fine di determinarne il PE implicito da cui si ottiene, per moltiplicazione con l'utile corrispondente, il valore economico della stessa azienda.

Nel caso di specie, il metodo dell'analisi del saggio di crescita atteso dell'utile è stato applicato con riferimento al medesimo campione di banche europee quotate utilizzato per l'applicazione del metodo delle società comparabili e dell'analisi del ROE, analizzando la relazione statistica esistente tra il tasso medio di crescita atteso dell'utile relativo al periodo 2006-2008 e il PE stimato a fine 2006 (proiezioni di *consensus* I/B/E/S). Anche nell'applicazione di tale metodologia si è fatto uso delle quotazioni medie ponderate per i volumi calcolate su base trimestrale a far data dal 6 ottobre 2006 (10 luglio 2006 - 6 ottobre 2006).

In Tabella 25 è mostrata la retta di regressione ottenuta e il relativo algoritmo.

Tabella 25. Analisi di regressione del saggio di crescita atteso dell'utile



### 3.1.7.2 Sintesi dei risultati

I valori di Intesa e di Sanpaolo stimati tramite applicazione dell'analisi del saggio di crescita atteso dell'utile sono mostrati in Tabella 26.

Tabella 26. Sintesi dei risultati

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Valore con analisi della crescita (€ milioni)	26.428	25.872
Surplus Assets (€ milioni)	5.806	1.604
<b>Valore (€ milioni)</b>	<b>32.234</b>	<b>27.475</b>
<b>Valore per azione (€)</b>	<b>4,69</b>	<b>14,68</b>

Sulla base del criterio in parola si ottiene un rapporto di cambio pari a 3,132 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

## 3.2 Metodi utilizzati prevalentemente con finalità di controllo

### 3.2.1 Metodo delle quotazioni di mercato

Tale metodo consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico presso il quale le azioni sono trattate. Qualora, infatti, le quotazioni si riferiscono 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. Di conseguenza, il metodo delle quotazioni di Borsa ipotizza l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nell'identificazione del valore economico dell'azienda nei valori espressi dalle quotazioni di mercato, rilevati in appropriati periodi temporali. Per quanto concerne Intesa e Sanpaolo, in particolare, si ritiene che la capitalizzazione di Borsa sia rappresentativa del loro valore economico, in quanto:

- Intesa e Sanpaolo si collocano entrambe tra le prime dieci società a maggior capitalizzazione quotate nella Borsa Italiana ed in particolare rappresentano rispettivamente la quinta e la settima società e la seconda e la terza banca per capitalizzazione di mercato;
- gli elevati volumi scambiati quotidianamente evidenziano che i titoli sono altamente liquidi;
- i principali intermediari finanziari italiani e internazionali pubblicano regolarmente documenti di ricerca sulle società, contribuendo alla diffusione di informazione ed analisi necessarie affinché i prezzi di mercato riflettano adeguatamente la situazione economica e finanziaria delle due banche.

Nell'ambito di applicazione di tale criterio, l'esigenza di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari induce, per prassi, ad analizzare le quotazioni in intervalli temporali di diversa ampiezza. Nel caso di specie, con lo scopo di calcolare i rapporti tra le quotazioni di mercato dei titoli di Intesa e di Sanpaolo nel periodo anteriore all'annuncio della Fusione sono stati considerati, quali valori di riferimento ai fini della stima, le quotazioni medie, semplici (Tabella 27) e ponderate per i volumi (Tabella 28), riferite a differenti orizzonti temporali a far data dal 23 agosto 2006: puntuale al 23 agosto 2006, media a 1 settimana, media a 1 mese, media a 2 mesi e media a 3 mesi. Non sono stati utilizzati i prezzi successivi al 23 agosto 2006, ultimo giorno di Borsa antecedente l'emissione, su richiesta della CONSOB, di un comunicato stampa congiunto da parte delle Banche che confermava l'esistenza di contatti riguardanti possibili ipotesi di aggregazione, in quanto si presumono non più rappresentativi di valori *stand alone*. Tale criterio non tiene conto, tra l'altro, dei potenziali effetti sul valore di Borsa di Intesa dell'Accordo con Casa, intervenuto successivamente.

**Tabella 27. Quotazioni di Borsa (media semplice)**

Valore per azione ordinaria (€)	Intesa	Sanpaolo	Rapporto di cambio
Media semplice 3 mesi	4,50	13,87	3,083
Media semplice 2 mesi	4,51	13,96	3,094
Media semplice 1 mese	4,57	14,22	3,115
Media semplice 1 settimana	4,69	14,68	3,128
Puntuale al 23 agosto 2006	4,67	14,67	3,141



Tabella 28. Quotazioni di Borsa (media ponderata per i volumi)

Valore per azione ordinaria (€)	Intesa	Sanpaolo	Rapporto di cambio
Media ponderata 3 mesi	4,49	13,84	3,080
Media ponderata 2 mesi	4,52	13,97	3,092
Media ponderata 1 mese	4,58	14,23	3,106
Media ponderata 1 settimana	4,71	14,69	3,122
Puntuale al 23 agosto 2006	4,67	14,67	3,141

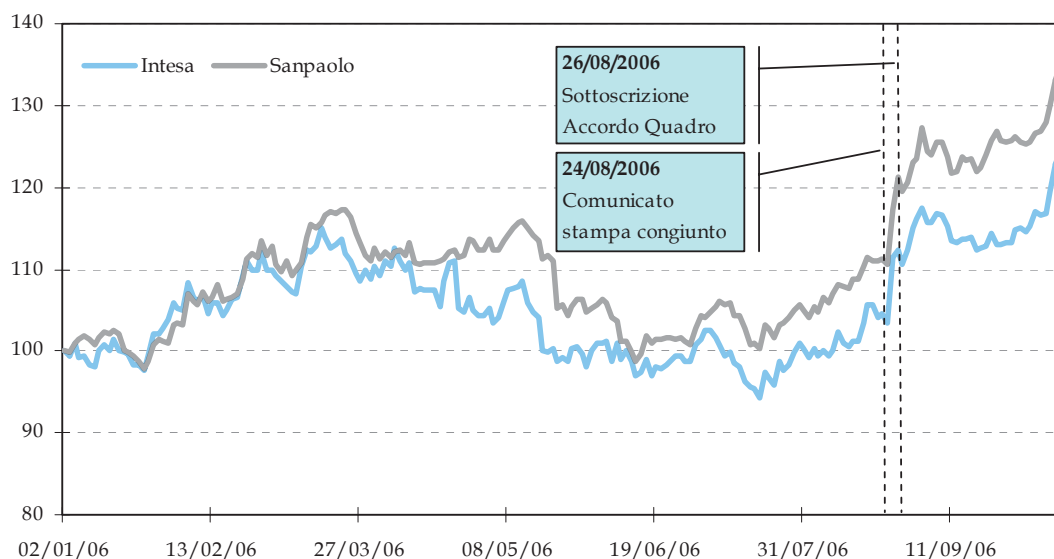
Sulla base delle quotazioni di Borsa si ottiene un valore del rapporto di cambio compreso tra 3,080 e 3,141 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

\* \* \*

A fini segnaletici, inoltre, si evidenzia che in data 11 ottobre 2006 il prezzo di Borsa delle azioni ordinarie di Intesa e di Sanpaolo risultava pari, rispettivamente, a € 5,62 e a € 17,93 per un rapporto di cambio implicito di 3,189 azioni ordinarie Intesa per ogni azione Sanpaolo. Nel periodo compreso tra il 24 agosto 2006 e il 11 ottobre 2006 le quotazioni medie ponderate per i volumi delle stesse azioni sono risultate di € 5,19 per Intesa e di € 16,43 per Sanpaolo, con un rapporto di cambio di 3,166.<sup>10</sup>

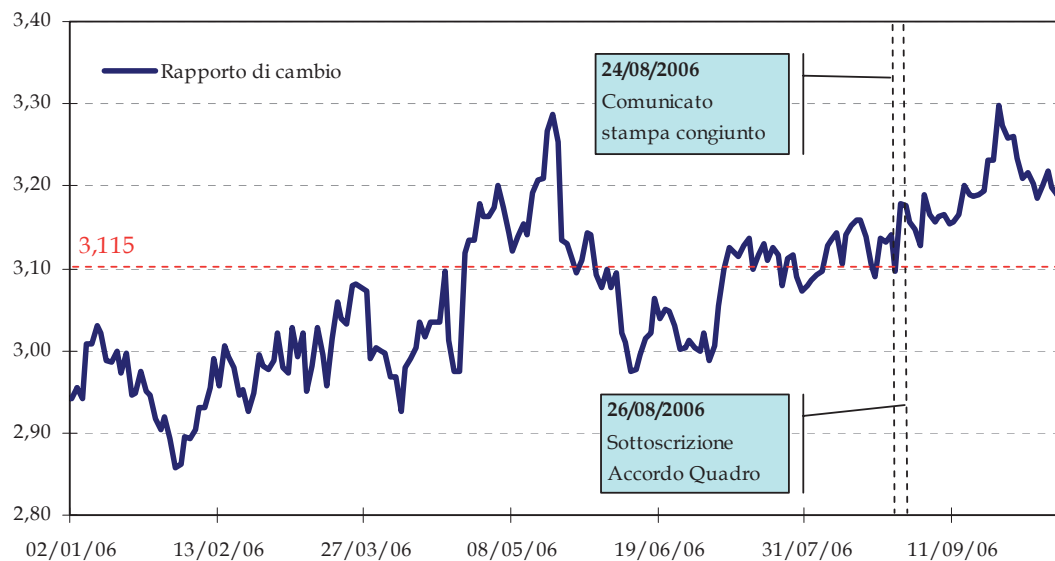
In Tabella 29 e in Tabella 30 sono riportati, con riferimento al periodo 1 gennaio 2006 - 11 ottobre 2006, gli andamenti di Borsa delle azioni ordinarie delle Banche (base 1 gennaio 2006 = 100) e del relativo rapporto di cambio.

Tabella 29. Andamento delle azioni ordinarie (1 gennaio 2006 - 11 ottobre 2006)



<sup>10</sup> Nello stesso periodo la media semplice dei prezzi delle azioni ordinarie è risultata pari a € 5,19 per Intesa e a € 16,57 per Sanpaolo, per un rapporto di cambio di 3,193.

Tabella 30. Andamento del rapporto di cambio (1 gennaio 2006 – 11 ottobre 2006)



### 3.2.2 Metodo del *consensus dei target price*

Qualora quotata, il valore di un'azienda può essere stimato anche tramite il *consensus* dei prezzi obiettivo (*target price*) forniti da un *panel* sufficientemente ampio di ricerche pubblicate dagli analisti finanziari. L'orizzonte temporale di pubblicazione di tali stime deve essere tale da consentire ai *target price* di riflettere, nel modo più aggiornato ed esauriente possibile, le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione. In genere, tale criterio viene utilizzato quale strumento di verifica e controllo dei valori ottenuti tramite applicazione diretta di altri metodi di valutazione.

In Tabella 31 sono riportati i valori medi dei *target price* relativi a Intesa e a Sanpaolo pubblicati anteriormente al 23 agosto 2006 e successivamente alla data di presentazione al mercato dei risultati relativi al primo trimestre 2006. Analogamente al metodo delle quotazioni di Borsa, tale criterio non incorpora i potenziali impatti derivanti dall'Accordo con CAa.

Tabella 31. Prezzi obiettivo degli analisti finanziari (ante 23 agosto 2006)

	Intesa	Sanpaolo
Numero di rilevazioni	16	16
Target price massimo (€)	5,80	18,75
Target price minimo (€)	4,60	12,30
Target price medio (€) <sup>11</sup>	5,23	15,81

<sup>11</sup> Media aritmetica semplice delle osservazioni, calcolata escludendo, per entrambe le Banche, il valore massimo e il valore minimo individuato.

Sulla base delle indicazioni fornite dagli analisti finanziari nell'orizzonte temporale considerato, si ricava un rapporto di cambio compreso tra 2,674 e 3,233 azioni ordinarie di Intesa per ogni azione di Sanpaolo.

\* \* \*

A titolo meramente informativo si riportano di seguito (Tabella 32) i *target price* pubblicati dagli analisti finanziari successivamente al 23 agosto 2006, da cui risulta un rapporto di cambio compreso tra 3,121 e 3,220.

**Tabella 32. Prezzi obiettivo degli analisti finanziari (post 23 agosto 2006)**

	<b>Intesa</b>	<b>Sanpaolo</b>
Numero di rilevazioni	14	14
<b>Target price massimo (€)</b>	<b>6,60</b>	<b>20,60</b>
<b>Target price minimo (€)</b>	<b>5,00</b>	<b>16,10</b>
<b>Target price medio (€)<sup>11</sup></b>	<b>5,77</b>	<b>18,05</b>



#### 4 Principali difficoltà e limiti di valutazione

L'art. 2501-*quinquies* c.c. impone agli amministratori delle società interessate alla fusione di segnalare le "eventuali difficoltà di valutazione" incontrate nel corso del processo valutativo finalizzato alla stima del rapporto di cambio.

Nel caso di specie, si sintetizzano di seguito le principali difficoltà incontrate nel processo di stima e i limiti delle valutazioni effettuate:

- utilizzo dei dati del bilancio consolidato: l'impiego del bilancio consolidato, resosi necessario a causa dell'ampia articolazione dei gruppi facenti capo alle Banche, ha generato alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi, in ragione delle diverse quote di minoranza delle società appartenenti a ciascun gruppo e della loro variabilità nel tempo;
- esistenza di azioni ordinarie e di azioni di risparmio: il calcolo del valore unitario dell'azione ordinaria di Intesa ha imposto, sulla base degli scarti di quotazione esistenti tra azioni ordinarie ed azioni di risparmio, la determinazione del numero di azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio in circolazione;
- utilizzo di dati previsionali: le analisi sono state effettuate anche utilizzando dati prospettici tratti dai piani economico-patrimoniali predisposti dal *management* delle Banche, dati che per loro natura presentano profili di incertezza;
- accordo Intesa - Crédit Agricole: la stipula, in data 11 ottobre 2006, dell'accordo in parola (crf. paragrafo 1.5) che prevede, tra l'altro, la cessione da parte di Intesa di Cariparma, di Friuladria e delle Filiali, ha comportato difficoltà nella "ricostruzione" delle grandezze economico-patrimoniale proforma;
- riassetto dell'area risparmio e previdenza di Sanpaolo: la ridotta possibilità di accedere direttamente al *management* di Sanpaolo ha limitato l'ottenimento di dettagli ed informazioni circa le ipotesi di formulazione del piano economico-patrimoniale 2006-2009, soprattutto con riferimento agli impatti (i) dell'offerta pubblica di acquisto in corso sul 25,3% del capitale sociale di Fideuram da parte di Eurizon e (ii) della prevista quotazione di quest'ultima;
- criteri di valutazione: le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati.



## 5 Conclusioni

Tenuto conto delle ipotesi considerate, dei metodi di valutazione adottati, delle analisi e delle stime effettuate, nonché del complesso delle considerazioni in precedenza esposte, si è pervenuti ai rapporti di cambio indicati in Tabella 33.

**Tabella 33. Sintesi dei risultati**

Metodo di valutazione	Rapporto di cambio	
	Min	Max
Metodo del <i>Dividend Discount Model</i>	2,974	3,209
Metodo UEC complesso	3,047	3,087
Metodo reddituale	3,054	3,202
Metodo della crescita di Gordon	2,962	3,114
Metodo dei multipli di mercato	2,905	3,191
Metodo dell'analisi del ROE	2,793	2,793
Metodo dell'analisi del saggio di crescita dell'utile	3,132	3,132
<b>Metodi principali</b>	<b>2,793</b>	<b>3,209</b>
<b>Metodi principali esclusi estremi</b>	<b>2,905</b>	<b>3,202</b>
Metodo delle quotazioni di mercato	3,080	3,141
Metodo del <i>consensus</i> dei <i>target price</i>	2,674	3,233
<b>Metodi prevalentemente di controllo</b>	<b>2,674</b>	<b>3,233</b>

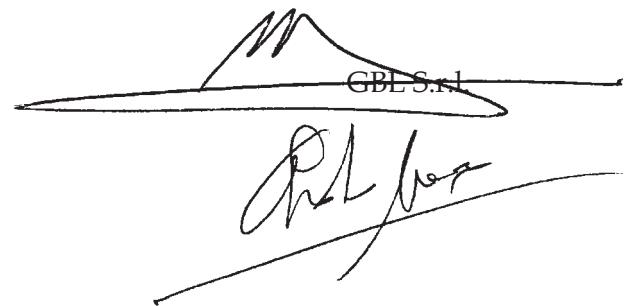
In considerazione:

- dei risultati espressi dai metodi assoluti o economico-analitici (*Dividend Discount Model*, metodo UEC complesso, metodo reddituale e metodo della crescita di Gordon), in grado di apprezzare il profilo strutturale e patrimoniale di un'azienda correlativamente alla sua capacità di generare reddito, che individuano un *range* di valori compreso tra 2,962 e 3,209;
- dei valori ottenuti utilizzando i criteri relativi (metodo dei multipli di mercato, metodo dell'analisi del ROE e metodo dell'analisi del saggio di crescita atteso dell'utile), che risultano compresi tra 2,793 e 3,191;
- delle indicazioni di conferma fornite dai metodi utilizzati prevalentemente a fini di controllo (metodo delle quotazioni di mercato e metodo dei *target price* degli analisti finanziari) in merito all'intervallo espresso dai criteri principali, assoluti e relativi;

- d. dell'opportunità, al fine di migliorare la significatività dei risultati riducendone la variabilità<sup>12</sup>, di "scartare" gli estremi (minimo e massimo) dall'insieme dei valori identificati tramite l'applicazione dei metodi principali di valutazione;

si ritiene di poter individuare nel *range* compreso tra 2,900 e 3,200 azioni ordinarie di nuova emissione di Intesa per ogni azione di Sanpaolo il valore congruo del rapporto di cambio ai fini della Fusione.

Milano, 12 ottobre 2006



Handwritten signature and stamp of GBL S.r.l. The stamp is a horizontal line with the text "GBL S.r.l." in the center. Below the stamp is a handwritten signature in black ink.

---

<sup>12</sup> Dal 15% al 10% circa in termini di differenza percentuale tra il valore massimo e il valore minimo dell'intervallo.