

RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO
REDATTA PER BANCA INTESA S.P.A.
DAL PROF. A. PROVASOLI

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

Prof. Angelo Provasoli

RELAZIONE DI STIMA
DEL RAPPORTO DI CAMBIO NELLA FUSIONE TRA
BANCA INTESA S.P.A. E SANPAOLO IMI S.P.A.

12 ottobre 2006



INDICE

	Pagine
1. <u>LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE.</u>	4
1.1. <u>Finalità della stima.</u>	4
1.2. <u>Tratti caratteristici delle valutazioni per fusione.</u>	5
1.3. <u>Data di riferimento della stima, eventi successivi e documentazione considerata.</u>	6
1.4. <u>I limiti della stima.</u>	10
2. <u>I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.</u>	10
2.1. <u>Profili generali della stima.</u>	10
2.2. <u>I criteri di valutazione principali.</u>	18
2.2.1. Il criterio DDM.	18
2.2.2. Il criterio reddituale.	20
2.2.3. Il criterio UEC complesso.	21
2.2.4. Il criterio dei multipli di Borsa.	22
2.2.5. Il criterio della regressione lineare.	23
2.3. <u>I criteri di valutazione di controllo.</u>	24
2.3.1. Il criterio delle quotazioni di Borsa.	24
2.3.2. Il criterio degli "equity report".	24
3. <u>L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.</u>	25
3.1. <u>L'applicazione dei criteri di valutazione principali.</u>	25
3.1.1. L'applicazione del criterio DDM.	25
3.1.2. L'applicazione del criterio reddituale.	29
3.1.3. L'applicazione del criterio UEC complesso.	31
3.1.4. L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa.	36
3.1.5. L'applicazione del criterio della regressione lineare.	39
3.2. <u>L'applicazione dei criteri di valutazione di controllo.</u>	42
3.2.1. L'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa.	42



3.2.2.	L'applicazione del criterio degli "equity report".	43
4.	<u>LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.</u>	44
4.1.	<u>Capitale e numero di azioni di Intesa e di Sanpaolo.</u>	44
4.2.	<u>Valori complessivi, unitari e rapporti di cambio.</u>	46
4.2.1.	I risultati dell'applicazione del criterio DDM.	46
4.2.2.	I risultati dell'applicazione del criterio reddituale.	47
4.2.3.	I risultati dell'applicazione del criterio UEC complesso.	48
4.2.4.	I risultati dell'applicazione del criterio dei multipli di Borsa.	49
4.2.5.	I risultati dell'applicazione del criterio della regressione lineare.	50
4.2.6.	I risultati dell'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa.	51
4.2.7.	I risultati dell'applicazione del criterio degli "equity report".	51
4.3.	<u>Le analisi di sensitività.</u>	52
4.4.	<u>Le principali difficoltà di valutazione.</u>	52
5.	<u>CONCLUSIONI.</u>	54



1. LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE.

1.1. Finalità della stima.

La presente relazione ha lo scopo di fornire ai Consigli di Amministrazione di Banca Intesa S.p.A. (nel seguito "Intesa"), Società incorporante, e Sanpaolo IMI S.p.A. (nel seguito "Sanpaolo"), Società incorporanda, elementi, dati e riferimenti utili per proporre alle rispettive Assemblee dei Soci il rapporto di cambio idoneo a realizzare l'operazione di fusione per incorporazione di Sanpaolo in Intesa.

Va segnalato che il rapporto di cambio delle azioni che verrà deciso dai Consigli di Amministrazione delle due Società sarà soggetto al parere di congruità di uno o più esperti designati dai Tribunali di Milano e Torino, ai sensi dell'art. 2501-*sexies* cod. civ. Pertanto, la presente relazione si propone di mettere a disposizione anche degli esperti incaricati di esprimere il suddetto parere di congruità i medesimi elementi conoscitivi forniti ai Consigli di Amministrazione delle due Società.

Data la particolare finalità della presente stima, essa è specificamente destinata ad essere utilizzata nell'ambito della operazione di fusione che l'ha richiesta; conseguentemente, nel ribadire che la presente relazione si pone l'esclusivo scopo di fornire elementi di supporto alle decisioni dei Consigli di Amministrazione delle due Banche in materia di rapporto di cambio, si precisa che i valori assoluti calcolati per le due Banche assumono significato esclusivamente ai fini della determinazione del rapporto di cambio. Analogamente, l'utilizzo di risultati parziali e dati riferibili a singoli aspetti della valutazione non può essere



utilmente compiuto al di fuori del contesto e della finalità per i quali l'intera valutazione è stata eseguita.

Occorre osservare sin d'ora che la fusione in esame si realizza mediante il concambio delle azioni sia ordinarie che privilegiate di Sanpaolo con azioni ordinarie di Intesa. Ciò in considerazione del fatto che lo statuto di Sanpaolo (art. 6) prevede la conversione alla pari delle azioni privilegiate in azioni ordinarie nel caso in cui queste siano oggetto di cessione. Di tale circostanza dà atto anche la semestrale al 30.6.2006 di Intesa. Le azioni privilegiate di Sanpaolo rappresentano una frazione del tutto marginale del capitale della stessa Banca.

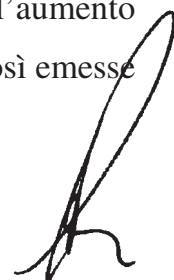
Va, inoltre, segnalato che l'Accordo Quadro, relativo all'operazione in esame prevede l'annullamento delle azioni proprie detenute dalle Banche.

In ragione di quanto sopra esposto, nella prospettiva della determinazione del rapporto di cambio:

- le azioni privilegiate Sanpaolo sono equiparate a quelle ordinarie;
- le azioni di risparmio di Intesa sono riespresse in termini di "azioni ordinarie equivalenti";
- le azioni proprie detenute da Intesa e Sanpaolo non sono considerate nel calcolo del valore unitario per azione.

1.2. Tratti caratteristici delle valutazioni per fusione.

L'operazione di fusione per incorporazione si realizza mediante l'annullamento delle azioni della società incorporanda e l'aumento del capitale sociale della società incorporante. Le azioni così emesse



sono assegnate ai soci della società incorporanda diversi dalla società incorporante.

Occorre preliminarmente osservare che la fusione solleva un complesso problema estimativo il cui presupposto iniziale è la valutazione delle singole società direttamente interessate all'operazione ed il cui obiettivo finale è la determinazione del rapporto di cambio fra le azioni delle stesse.

Da quanto sopra enunciato deriva che la finalità ultima delle valutazioni per fusione è anzitutto l'ottenimento di valori significativamente confrontabili nella fase di calcolo del rapporto di cambio.

In coerenza con il citato obiettivo delle valutazioni per fusione, ed in accordo con la costante prassi in materia, è stato adottato un metro di giudizio uniforme lungo tutto il processo valutativo al fine di salvaguardare gli interessi dei soci della incorporanda e della incorporante.

1.3. Data di riferimento della stima, eventi successivi e documentazione considerata.

La data di riferimento della presente stima è il 30.6.2006.

Chi scrive, ha inoltre considerato, nei termini precisati nel § 2.1., gli effetti derivanti dall'accordo definito tra Intesa e Credit Agricole S.A. (nel seguito "CA"), che prevede:

- a) la cessione, da Intesa a CA, della partecipazione del 100% in Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza S.p.A. (nel seguito "Cariparma");
- b) la cessione, da Intesa a CA, della partecipazione del 76,05% in Banca Popolare FriulAdria S.p.A. (nel seguito, "Friuladria");



- c) la cessione, da Intesa a CA, di 193 sportelli e delle relative attività e passività;
- d) lo scambio di opzioni *call/put* tra Intesa e CA aventi ad oggetto l'acquisto/vendita (rispettivamente, per Intesa e CA) del 65% della partecipazione in Credit Agricole Asset Management (CAAM).

* * *

Con riguardo al Gruppo Sanpaolo, la presente stima considera gli effetti, nei termini precisati nel § 2.1., connessi all'operazione di riorganizzazione dell'area di attività Risparmio e Previdenza con la costituzione di Eurizon Financial Group S.p.A. (nel seguito anche "Eurizon").

L'operazione in parola si realizza, per quanto rappresentato a chi scrive, attraverso le seguenti fasi:

- lancio di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria (OPA) da parte di Eurizon sulle azioni di Banca Fideuram detenute da terzi a un prezzo di 5 euro per azione;
- avvio del processo di quotazione della stessa Eurizon attraverso un'offerta pubblica di Vendita di una quota della partecipazione detenuta da Sanpaolo e un'offerta pubblica di Sottoscrizione di azioni rivenienti sia da un aumento di capitale sia dalla vendita (OPVS). A conclusione dell'operazione, è previsto che Sanpaolo detenga almeno il 60% del capitale di Eurizon¹.

* * *

¹ I piani forniti dal *management* del Sanpaolo, e assunti a riferimento da chi scrive ai fini della stima, ipotizzano, a conclusione dell'operazione, una quota di partecipazione in Eurizon pari al 68,4%.



In ordine allo svolgimento del presente lavoro, sono stati acquisiti ed esaminati numerosi elementi contabili e informativi tra i quali principalmente:

a) per Intesa:

- statuto vigente;
- bilanci d'esercizio approvati dall'Assemblea dei soci relativi agli esercizi 2004 e 2005, completi della relazione sulla gestione, della relazione del Collegio Sindacale e della relazione di certificazione;
- bilanci consolidati certificati per i medesimi esercizi dianzi citati;
- relazione semestrale consolidata al 30.6.2006;
- valori economici e patrimoniali consolidati di preconsuntivo 2006;
- piano economico consolidato per gli esercizi 2007-2009, aggiornato alla data della presente stima;
- preconsuntivo 2006 e piano economico 2007-2009 di Cariparma, aggiornato alla data della presente stima;
- preconsuntivo 2006 e piano economico 2007-2009 di Friuladria, aggiornato alla data della presente stima;
- conti economici e situazioni patrimoniali pro-forma per il periodo 2005-2009 dei 193 sportelli oggetto di cessione a CA;
- per le principali società partecipate, bilanci relativi all'esercizio 2005 completi della relazione sulla gestione, della relazione del Collegio Sindacale e della relazione di certificazione della Società di revisione;



- per le principali società partecipate, relazione semestrale al 30.6.2006, ove disponibili;
- b) per Sanpaolo:
- statuto vigente;
 - bilanci d'esercizio approvati dall'Assemblea dei soci relativi agli esercizi 2004 e 2005, completi della relazione sulla gestione, della relazione del Collegio Sindacale e della relazione di certificazione della Società di revisione;
 - bilanci consolidati certificati per i medesimi esercizi dianzi citati;
 - relazione semestrale consolidata al 30.6.2006;
 - valori economici e patrimoniali consolidati di preconsuntivo dell'esercizio 2006;
 - piano economico consolidato per gli esercizi 2007-2009, aggiornato alla data della presente stima;
 - per le principali società partecipate, bilanci relativi all'esercizio 2005, completi della relazione sulla gestione, della relazione del Collegio Sindacale e della relazione di certificazione della Società di revisione;
 - relazione semestrale al 30.6.2006 delle principali società partecipate, ove disponibili;
 - preconsuntivo 2006 e piano economico 2007-2009 di Eurizon, aggiornato alla data della presente stima;
 - comunicati stampa e altri elementi informativi relativi all'“operazione Eurizon” e all'OPA sulle azioni Fideuram;
- c) per entrambe le Banche:
- informazioni concernenti le quotazioni di Borsa;



- informazioni di mercato sui principali *competitor* bancari italiani e esteri;
- *report* e dati di *consensus* dei principali analisti finanziari che seguono i titoli delle due Società.

1.4. I limiti della stima.

Con riguardo ai limiti della stima, è necessario segnalare che:

- si è fatto affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza degli elementi informativi forniti; nessun riscontro è stato pertanto svolto con riguardo a tali aspetti;
- non è stata verificata la ragionevolezza delle ipotesi sottese all'elaborazione dei piani economici prospettici. Questi sono stati assunti da chi scrive senza alcun riscontro, sul presupposto, tra l'altro, della loro rispondenza alle più accurate ipotesi oggi formulabili in merito alle evoluzioni reddituali e patrimoniali attese per le Banche;
- le analisi svolte non hanno riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali non riportate nei documenti trasmessi;
- sono stati tenuti in considerazione solo gli eventi rilevanti noti alla data della presente relazione.

2. I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.

2.1. Profili generali della stima.

In linea di principio, la stima del valore di una banca richiama problematiche applicative analoghe a quelle che presiedono alla determinazione del valore di qualsiasi altra impresa. Assumono



quindi rilevanza il patrimonio della società da valutare alla data di riferimento della stima, nel suo profilo quantitativo e nelle caratteristiche qualitative, l'autonoma capacità di produzione di redditi, i tassi di capitalizzazione e di attualizzazione, ecc.

Sono così applicabili, in linea di principio, quali procedimenti di calcolo, i correnti criteri valutativi (patrimoniali, reddituali, misti, finanziari, ecc.) statuiti in generale dalla dottrina e dalla prassi.

La scelta di un metodo o di una pluralità di metodi dipende, oltre che dalla disponibilità di informazioni, dall'attenta considerazione delle condizioni e circostanze che caratterizzano la specifica banca nei suoi svolgimenti economici in atto e in prospettiva.

* * *

E' opportuno segnalare che fino agli inizi degli anni novanta, in Italia, i "prezzi" fatti nelle negoziazioni di pacchetti azionari di controllo di società bancarie si sono ampiamente basati su "valori" calcolati secondo il metodo patrimoniale complesso che stima $W=K+I$, in cui **K** è il valore del patrimonio netto rettificato ed **I** esprime il valore strategico della raccolta, di norma denominato "avviamento". In tale prospettiva metodologica, **I** è stato prevalentemente stimato applicando, con criteri empirici, due diverse percentuali all'ammontare della raccolta, diretta e indiretta.

L'ipotesi implicita accolta, che costituisce il fondamento applicativo di tale regola valutativa, consiste nel supporre l'esistenza di una relazione di tipo lineare tra la raccolta di date masse finanziarie e l'attitudine della banca a produrre nuova ricchezza in misura soddisfacente.

Tale prassi italiana ha trovato ragione in un insieme di fattori anche storici tra i quali, i più significativi, sembrano essere i seguenti:



- il mercato dei capitali delle banche è stato influenzato per un lungo periodo da un regime vincolistico con riguardo all'apertura di nuovi sportelli e all'ottenimento di licenze;
- le negoziazioni dei capitali bancari sono avvenute, e ancora avvengono, in Italia in un circuito ristretto in cui l'acquirente è stato quasi sempre un'altra banca, che soddisfa in tal modo le proprie esigenze di sviluppo dimensionale e territoriale.

Attualmente sono diverse le condizioni normative che regolano il mercato creditizio e con esse sono diverse molte circostanze che influiscono sulla competizione nel settore e sulla redditività delle aziende di credito che vi operano.

Come dinanzi accennato, nel passato, vincoli amministrativi ostacolavano lo sviluppo delle licenze all'esercizio del credito e sottoponevano ad autorizzazione della Vigilanza l'apertura di nuovi sportelli. In siffatte circostanze la crescita territoriale di un'azienda di credito poteva essere perseguita principalmente per mezzo dell'acquisizione di altre aziende di credito. Ciò determinava una significativa imperfezione del mercato del credito e giustificava l'orientamento valutativo dinanzi descritto.

Nuove norme hanno abolito i vincoli citati. Il recepimento della direttiva CEE 89/646, in particolare, ha modificato, con orientamento significativamente più liberistico, le disposizioni che regolano l'accesso all'esercizio del credito e soprattutto quelle che governano le modalità e l'ampiezza dell'operatività degli enti creditizi.

Per tal modo le condizioni di competitività nel settore creditizio si sono via via accentuate, mentre la crescita della singola azienda di credito ha trovato alternative interne di soluzione che comunque



concorrono a costituire parametri di riferimento anche per apprezzare la convenienza ad assumere, a dati prezzi, partecipazioni di controllo in altre imprese bancarie.

Le condizioni di formazione dei prezzi accertate nel passato sono lentamente cambiate. I profili di appetibilità strategica delle aziende di credito sono apparsi sempre meno collegabili al solo parametro dei volumi raccolti e intermediati, e, per contro, sempre più connesse a condizioni di efficienza e redditività, anche se mai disgiunte da circostanze espressive di dimensioni strutturali e di processo, di risorse, di quote di mercato e così via.

In questo contesto, la dottrina aziendale e la prassi professionale hanno elaborato criteri in grado di apprezzare, più incisivamente, nei profili della redditività, dell'efficienza e dello sviluppo il valore strategico della Banca. Tra questi, i più utilizzati sono il “*criterio del dividend discount model*” (o semplicemente DDM), il “*criterio reddituale*” e il “*criterio UEC complesso*”.

A fianco dei criteri sopra richiamati – definiti anche economico-analitici, in quanto intimamente collegati con misure di performance e di struttura – assumono sempre maggior rilievo i criteri valutativi cosiddetti “di mercato”, cioè ancorati alla osservazione dei prezzi quotati nei mercati regolamentati sia per le società oggetto di stima (ovviamente solo quando queste siano quotate) sia per società comparabili (sotto il profilo economico, strutturale e operativo). Al riguardo, le metodologie più utilizzate nella prassi sono il “*criterio dei multipli*”, il “*criterio della regressione lineare*”, il “*criterio delle quotazioni di Borsa*” e il “*criterio degli equity report*”.

A conclusione delle considerazioni generali qui esposte, si è



ritenuto che per la stima dei valori di Intesa e Sanpaolo, preordinati alla determinazione del rapporto di cambio, fosse opportuno utilizzare entrambe le categorie di criteri di valutazione dianzi illustrati: i criteri economico-analitici e i criteri di mercato. In particolare, i criteri impiegati per le valutazioni di fusione oggetto della presente relazione sono: il “*criterio DDM*”, il “*criterio reddituale*”, il “*criterio UEC complesso*”, il “*criterio dei multipli di Borsa*”, il “*criterio della regressione lineare*”, il “*criterio delle quotazioni dirette*” e il “*criterio degli equity report*”.

* * *

Nella scelta dei criteri di valutazione da assumere e del rispettivo rilievo segnaletico (rappresentato dalla consolidata distinzione tra principali e di controllo), si è tenuto conto degli effetti connessi, per Intesa, all’accordo con CA e, per Sanpaolo, all’“operazione Eurizon”.

Con riguardo a Intesa, si rammenta che l’accordo con CA prevede in particolare:

- a) la cessione, da Intesa a CA, della partecipazione pari al 100% del capitale di Cariparma;
- b) la cessione, da Intesa a CA, della partecipazione del 76,05% nel capitale di Friuladria;
- c) la cessione, da Intesa a CA, di 193 sportelli e delle relative attività e passività;
- d) lo scambio di opzioni *call/put* tra Intesa e CA aventi ad oggetto l’acquisto/vendita (rispettivamente, per Intesa e CA) del 65% della partecipazione in CAAM.

Nel profilo applicativo occorre osservare che, non disponendo di un piano consolidato di Intesa che rifletta gli effetti delle operazioni



sopra menzionate, si è proceduto ad “eliminare”, dalle grandezze patrimoniali, reddituali e finanziarie consolidate assunte per la stima, quelle relative agli *asset* oggetto di cessione. I corrispettivi stimati per la cessione degli *asset* in parola, al netto del relativo effetto fiscale, sono stati considerati quali “capitali accessori” e pertanto sommati ai valori ottenuti con i diversi criteri valutativi utilizzati.

Va precisato che la presente stima non considera alcun effetto connesso allo scambio di opzioni aventi ad oggetto CAAM; ciò per due ordini di ragioni. Anzitutto l’esercizio di tali opzioni è incerto; è possibile, infatti, che la banca risultante dalla fusione e CA sviluppino congiuntamente nuove strategie in tema di risparmio amministrato e gestito.

In secondo luogo, il prezzo di esercizio delle opzioni *call/put* è sostanzialmente allineato al prezzo recentemente negoziato per la cessione (da Intesa a CA) della stessa società. Ciò significa che il prezzo dell’eventuale esercizio delle opzioni è rappresentativo del congruo valore di scambio della partecipazione in CAAM. Conseguentemente, appare ragionevole assumere che l’eventuale esercizio delle opzioni non modifichi il valore di Intesa. Tale conclusione trova riscontro, tra l’altro, nella *fairness opinion* del Prof. Iovenitti avente ad oggetto l’operazione in esame.

* * *

Per quanto sopra scritto, l’applicazione di tutti i criteri, le cui variabili si basano sui piani di Intesa (DDM, Reddituale, UEC, Multipli di Borsa e Regressione lineare), ha comportato la rettifica dei dati di base coerentemente con gli effetti che si genereranno con la cessione delle due partecipazioni e dei 193 sportelli. I risultati ottenuti con i diversi metodi sono stati poi incrementati per tenere



conto della liquidità riveniente dalla richiamata cessione; questa è stata trattata quale “capitale accessorio”. In tal modo il valore di Intesa riflette gli effetti dell’accordo definito con CA.

* * *

Per quanto riguarda il criterio delle quotazioni dirette, va osservato che, come meglio precisato in seguito, i prezzi considerati sono quelli quotati sino al 22.8.2006, data precedente all’annuncio dell’operazione di fusione in considerazione. Ciò in quanto i corsi di Borsa successivi scontano verosimilmente gli effetti della fusione in parola. Per ragioni analoghe, anche per il criterio degli “*equity report*”, si è ritenuto di fare riferimento ai dati disponibili sino al 22.8.2006. Inoltre, i due criteri ora richiamati non riflettono gli effetti dell’accordo con CA. Va peraltro osservato che – assumendo la congruità del corrispettivo delle cessioni connesse a tale accordo, che tra l’altro risulta confermata dalla già richiamata *fairness opinion* del Prof. Iovenitti – il valore di Intesa, determinato attraverso l’applicazione dei criteri in parola, non dovrebbe subire variazioni significative.

Tutto ciò considerato, si è tuttavia ritenuto di attribuire alle metodologie in esame il ruolo di criteri di controllo delle risultanze emergenti dall’applicazione degli altri metodi in precedenza richiamati, i quali pertanto assumono la funzione di criteri di stima principali.

* * *

Con riguardo a Sanpaolo, i piani resi disponibili a chi scrive riflettono gli effetti dell’“operazione Eurizon”. Per omogeneità di approccio rispetto alla stima di Intesa, anche i corrispettivi netti connessi all’operazione in parola, considerata nelle sue distinte fasi



((i) OPA su Fideuram; (ii) OPV azioni Eurizon detenute da Sanpaolo e (iii) OPS di Eurizon per il mercato) sono stati considerati quali “capitali accessori”. Pertanto, nell’applicazione dei criteri valutativi adottati, si è proceduto a rettificare le grandezze considerate (redditi, dividendi e patrimoni) al fine di rendere le stesse coerenti con l’impostazione sopra richiamata.

* * *

Dunque, riassumendo, per le considerazioni esposte, le metodologie di stima selezionate sono state suddivise identificando criteri principali e criteri di controllo. In particolare:

- quali criteri principali sono stati adottati: (i) il “*criterio DDM*”, (ii) il “*criterio reddituale*”, (iii) il “*criterio UEC complesso*”, (iv) il “*criterio dei multipli di Borsa*” e, infine, (v) il “*criterio della regressione lineare*”;
- quali criteri di controllo sono stati utilizzati: (i) il “*criterio delle quotazioni dirette*” e (ii) il “*criterio degli equity report*”.

Definiti i ruoli dei criteri impiegati, occorre qui riassumere alcuni aspetti metodologici dell’utilizzo dei metodi di controllo. Essi svolgono due compiti. Singolarmente considerati, ciascuno con le sue peculiarità e i suoi limiti, servono per verificare l’attendibilità dei risultati di valutazione derivanti dall’applicazione dei metodi principali. Congiuntamente considerati, possono contribuire all’individuazione di opportune “correzioni” ai risultati derivanti dall’applicazione dei metodi principali. Infatti, osservato che la determinazione di un rapporto di cambio è sempre il risultato di un giudizio complessivo, in cui nessun metodo esprime i caratteri della universalità e della unicità, a loro volta, anche i metodi di controllo sono utilizzati per riscontrare i risultati dei metodi principali.



2.2. I criteri di valutazione principali.

2.2.1. Il criterio DDM.

Il “*criterio DDM*” (o “*dividend discount model*”) definisce il valore (**W**) di un’azienda in funzione dei flussi di dividendi futuri che l’impresa sarà in grado di distribuire ai propri azionisti, attualizzati ad un tasso espressivo della rischiosità specifica del capitale proprio.

Nella versione adottata, i dividendi futuri sono stati stimati in termini “analitici”, per l’arco temporale coperto dai piani economici delle Banche oggetto di stima, facendo riferimento ai dividendi distribuibili previsti dal *management*. Successivamente a tale periodo, il “*terminal value*” (o “valore terminale”) è stato calcolato attraverso la capitalizzazione del cosiddetto “flusso di cassa libero per l’azionista in perpetuità”.

La formula utilizzata è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n} + CA_{Acc}$$

dove:

D_t = serie di dividendi distribuibili stimati dal *management* delle Banche. Il dividendo relativo all’ultimo periodo di previsione “analitica” (**D_n**) include, come meglio precisato nel seguito (§ 3.1.1), l’effetto dell’eccedenza (o *deficit*) del *tier 1 “core”* rispetto a quello minimo ritenuto congruo;

K_e = costo del capitale proprio;

CA_{Acc} = capitali accessori;



TV = *terminal value* (TV) stimato sulla base del “flusso di cassa libero per l’azionista in perpetuità”, secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{D_{n+1}}{(K_e - g)}$$

dove:

D_{n+1} = “flusso di cassa libero per l’azionista in perpetuità”;

Ke = costo del capitale proprio;

g = tasso di crescita di lungo periodo.

* * *

Il costo del capitale proprio **Ke** esprime la rischiosità specifica associata alle Banche oggetto di stima. Esso è assunto in termini nominali, in coerenza con i flussi di dividendo oggetto di attualizzazione. Il **Ke** è stato quantificato secondo l’approccio del *CAPM* (*Capital Asset Pricing Model*). Nella stima del tasso in parola, sono stati considerati (i) il rendimento degli investimenti privi di rischio (*risk-free rate*) e (ii) il premio per il rischio specifico dell’investimento nel capitale delle imprese considerate, espresso moltiplicando il cosiddetto *market risk premium* per il coefficiente beta specifico di ciascuna Banca.

In formula, il costo del capitale proprio è calcolato sulla base del seguente algoritmo:

$$Ke = r + \beta \cdot (r_m - r)$$

dove:

r = rendimento di investimenti privi di rischio;

β = coefficiente beta di ciascuna Banca;



$(r_m - r)$ = premio per il rischio tipico di investimenti azionari.

Il saggio g esprime la capacità di crescita nel lungo termine del “flusso di cassa libero” utilizzato nel calcolo del valore terminale.

2.2.2. Il criterio reddituale.

Il “*criterio reddituale*” definisce il valore (W) del capitale di un’azienda in stretta correlazione con la sua autonoma capacità di generare redditi.

L’adozione del criterio reddituale presuppone, anzitutto, la stima della redditività prospettica dell’azienda. Quest’ultima è intesa, nella presente valutazione, come successione di redditi d’esercizio prospettici per l’arco temporale di durata del piano economico e come redditività medio-normale per un periodo successivo di durata indefinita.

Il metodo reddituale, in particolare, si applica attualizzando i flussi di reddito attesi ad un tasso espressivo del rendimento giudicato soddisfacente in relazione alle caratteristiche di rischio dello specifico investimento considerato.

La formula utilizzata è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t} + \frac{TV}{(1 + K_e)^n} + CA_{Acc}$$

dove:

R_t = redditi analitici, opportunamente normalizzati, stimati per ciascun anno del periodo di previsione analitica;

K_e = costo del capitale;

CA_{Acc} = capitali accessori;



TV = *terminal value* (TV), ottenuto capitalizzando all'infinito il reddito medio-normale atteso in perpetuità, secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{R_{n+1}}{(K_e - g)}$$

dove:

R_{n+1} = reddito medio-normale atteso in perpetuità;

Ke = costo del capitale;

g = tasso di crescita di lungo periodo.

Il tasso **Ke** esprime, come detto, il costo del capitale proprio e, in coerenza con i flussi oggetto di attualizzazione, è stato assunto in termini nominali. Esso è stato quantificato secondo l'approccio *CAPM* già illustrato al precedente § 2.2.1.

2.2.3. Il criterio UEC complesso.

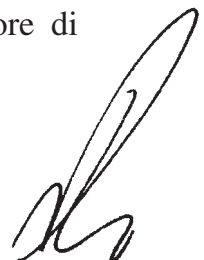
Il “*criterio UEC complesso*” determina il valore (**W**) di un'azienda come somma del suo patrimonio netto rettificato e del valore attuale dell'extrareddito, inteso come differenza tra il reddito medio-normale atteso ed il reddito giudicato soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato.

Il valore (**W**) del capitale d'azienda è determinato sulla base della seguente formula:

$$W = K' + (R - iK')a_{n-i'} + CAcc$$

dove

K' = patrimonio netto rettificato, comprensivo del valore di



- “avviamento sulla raccolta”;
- R** = reddito medio normale atteso;
- i** = tasso di rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento, sempre stimato secondo l’approccio CAPM già richiamato;
- i’** = tasso di attualizzazione, assunto pari al rendimento di investimenti privi di rischio;
- n** = numero di anni ai quali si estende il calcolo del valore attuale dell’extrareddito (“sovrareddito” o “sottoreddito”);
- CAcc** = capitali accessori.

Secondo prassi costante, il valore di “avviamento” delle banche incluso nel valore del patrimonio netto rettificato è commisurato alle consistenze della raccolta diretta ed indiretta da clientela.

2.2.4. Il criterio dei multipli di Borsa.

Il “*criterio dei multipli di Borsa*” determina il valore di un’azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato dei capitali con riguardo ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

La metodologia in esame si sviluppa nelle seguenti fasi:

- individuazione di un campione di banche quotate comparabili con quelle oggetto di valutazione; la comparabilità va valutata, in particolare, avendo riguardo alla dimensione espressa dalla capitalizzazione di Borsa;
- calcolo dei cosiddetti “multipli di Borsa” (frequentemente, almeno nel contesto bancario, “Valore di mercato/Utile netto atteso” e “Valore di mercato/Patrimonio netto”), ossia dei



rapporti tra i prezzi di Borsa e le grandezze reddituali e patrimoniali aziendali ritenute significative;

- applicazione dei “multipli di Borsa” del campione alle pertinenti grandezze reddituali e patrimoniali delle aziende da valutare.

2.2.5. Il criterio della regressione lineare.

Il “*criterio della regressione lineare*” determina il valore del capitale utilizzando la correlazione statistica esistente tra la redditività prospettica del capitale proprio (ROAE atteso) e il rapporto tra capitalizzazione di Borsa e patrimonio netto contabile (multiplo P/BV).

Nel dettaglio, tale correlazione – espressa con la tecnica della regressione lineare – consente di stimare il valore del capitale dell’azienda in funzione della sua redditività attesa (misurata dal ROAE) e della sua consistenza patrimoniale (misurata dal Patrimonio netto o *Book Value* o BV).

Per l’applicazione del criterio in esame occorre:

- identificare un campione di banche quotate, comparabili con quella oggetto di valutazione, che presentino una correlazione significativa tra il rapporto P/BV e il ROAE atteso;
- quantificare i parametri (coefficiente angolare e intercetta) della retta di interpolazione, attraverso la tecnica della regressione lineare;
- determinare il valore del capitale dell’azienda oggetto di stima sulla base dei parametri individuati al punto precedente ed in



funzione dei dati di ROAE e patrimonio netto contabile della medesima azienda.

2.3. I criteri di valutazione di controllo.

2.3.1. Il criterio delle quotazioni di Borsa.

Il “*criterio delle quotazioni di Borsa*” stima il valore del capitale in funzione delle quotazioni dirette di Borsa rilevate in un periodo significativo terminante in data prossima a quella di elaborazione della stima.

L’esigenza di mitigare le fluttuazioni di breve periodo che tipicamente caratterizzano i mercati finanziari induce per prassi ad estendere l’analisi delle quotazioni ai dati espressi dal mercato in intervalli temporali di diversa ampiezza.

2.3.2. Il criterio degli “*equity report*”.

Il “*criterio degli equity report*” stima il valore unitario delle azioni sulla base dei *target price* medi indicati dagli analisti finanziari. Tale metodologia valutativa si basa sulla selezione di un campione significativo di *report* emessi da analisti che seguono i titoli delle società oggetto di stima.



3. L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE.

Nel presente paragrafo si descrivono i profili metodologici ed applicativi dei criteri valutativi adottati².

La descrizione è fornita congiuntamente per le due Società interessate all'operazione di fusione, Intesa e Sanpaolo, in ragione dell'omogeneità delle soluzioni applicative adottate.

3.1. L'applicazione dei criteri di valutazione principali.

3.1.1. L'applicazione del criterio DDM.

I valori di Intesa e Sanpaolo, calcolati sulla base del criterio DDM, sono riportati nella tabella n. 1 che segue.

Tabella n. 1: valori secondo il criterio DDM.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Valore attuale flussi di dividendi (del periodo di piano)	6.459	4.628
Flusso di cassa libero per l'azionista in perpetuità	2.534	2.252
Valore attuale del <i>Terminal value</i>	22.143	20.755
Capitali accessori	5.806	1.603
<i>Valore (W)</i>	34.408	26.987

Nell'aspetto applicativo, in aggiunta a quanto già descritto al § 2.2.1., si segnala quanto nel seguito esposto:

- per la determinazione dei dividendi distribuibili (nella formula, D_t) fino al penultimo periodo di previsione

² I valori riportati nella tabelle che seguono presentano degli arrotondamenti.



“analitica”, sono state assunte le stime effettuate dal *management* delle Banche. Con riguardo ad Intesa, il flusso di dividendo atteso è stato rettificato per esprimere gli effetti derivanti dalla cessione delle partecipazioni in Cariparma e Friuladria e dei 193 sportelli. In particolare, per ciascun esercizio considerato i flussi di dividendo sono stati determinati applicando il *pay-out* stimato dal *management* ai redditi attesi depurati della quota riferibile alle partecipate e agli sportelli oggetto di cessione. Per Sanpaolo, i redditi attesi sono stati rettificati al fine di renderli coerenti con l’impostazione, già descritta, che prevede la considerazione della liquidità riveniente dall’“operazione Eurizon” quale capitale accessorio. In particolare, i redditi di piano sono stati rettificati per stornare gli effetti connessi alla liquidità in parola, dal momento che questa è stata poi sommata, quale capitale accessorio, ai risultati ottenuti con il metodo in commento; anche in questo caso i flussi di dividendo sono stati determinati applicando il *pay-out* stimato dal *management* ai redditi attesi;

- relativamente all’ultimo periodo di previsione “analitica” (nella formula, D_n), è stato assunto il dividendo distribuibile stimato dal *management* (rettificato per entrambe le Banche secondo le modalità sopra descritte), incrementato (o decrementato) per tener conto dell’eccedenza (o del *deficit*) del *tier 1 “core”* prospettico di ognuna delle Banche oggetto di stima rispetto alla misura minima ritenuta congrua nella prassi



applicativa del metodo in esame (pari al 6,5% dei RWA³); per entrambe le Banche si è osservata una eccedenza di *tier 1 “core”* rispetto ai requisiti minimi di prassi. Tale eccedenza è stata quindi portata ad incremento del flusso di dividendo atteso stimato dal *management*. Anche con riguardo alla stima attesa dei RWA e del *tier 1 “core”* di Intesa si è tenuto conto delle operazioni di cessione sopra menzionate; analogamente, le corrispondenti grandezze di Sanpaolo sono state rettificata al fine di renderle coerenti con l’impostazione già illustrata che prevede che la liquidità generata dall’operazione Eurizon sia trattata quale “capitale accessorio”;

- il “flusso di cassa libero per l’azionista in perpetuità” (nella formula, D_{n+1}) è stato stimato mediando i redditi degli anni di piano 2007-2009 opportunamente normalizzati secondo le modalità descritte nel successivo § 3.1.2.; tale valore è stato, infine, corretto per tener conto (i) dell’effetto reddituale connesso alla distribuzione dell’eccesso di patrimonio descritto al punto precedente, calcolato ad un tasso rappresentativo dei rendimenti di mercato delle attività finanziarie a breve termine (EURIBOR a tre mesi vigente alla data della stima) e (ii) della quota di utile non distribuibile in quanto destinata ad assicurare adeguata copertura patrimoniale alla crescita dei RWA in modo da mantenere il *tier 1 “core”* pari al 6,5% dei RWA.

Come richiamato nel § 2.1. la stima del valore di Intesa ha richiesto la considerazione – quale capitale accessorio, che pertanto è stato

³ *Risk weighted asset*, pari al valore delle attività investite e ponderate per il livello di rischio specifico di ognuna.



aggiunto al risultato dell'applicazione del metodo in esame – del corrispettivo concordato a fronte della cessione delle partecipazioni in Cariparma e in Friuladria e dei 193 sportelli. Tale corrispettivo è stato ridotto per tenere conto dell'effetto fiscale gravante sulla plusvalenza connessa alla cessione. La stessa impostazione è stata adottata per la stima di Sanpaolo con riguardo all'“operazione Eurizon”. La liquidità generata da tale operazione, al netto dei connessi effetti fiscali, è stata considerata quale capitale accessorio.

Il tasso di attualizzazione (**K_e**), qui impiegato in termini nominali, è stato determinato secondo l'approccio *CAPM*.

Il tasso *risk-free* nominale è stato stimato sulla base del rendimento medio dei titoli di Stato con scadenza superiore a 10 anni.

Il premio per il rischio, con il quale viene integrato il tasso *risk-free*, è stato assunto pari al 5%, in coerenza con le più diffuse indicazioni di dottrina e prassi in materia.

Il beta è stato assunto pari al valore rilevato da Bloomberg per ciascuna delle due Banche alla data dell'annuncio dell'operazione in esame.

La tabella n. 2 sintetizza la determinazione dei tassi di attualizzazione (nominali) per Intesa e Sanpaolo.



Tabella n. 2 – Determinazione del Ke nominale.

Parametri	Intesa	Sanpaolo
Tasso <i>risk-free</i> nominale	4,33%	4,33%
Premio per il rischio	5%	5%
Beta	1,09	1,12
Ke nominale	9,78%	9,93%

Il saggio di crescita **g**, necessario per la stima del valore terminale, è stato assunto pari a 1,9% per Intesa e a 2,5% per Sanpaolo. Tale differenziazione trova spiegazione nei diversi tassi di crescita medi annui (CAGR) rilevati per le principali grandezze economiche delle due Banche.

3.1.2. L'applicazione del criterio reddituale.

I valori di Intesa e Sanpaolo calcolati sulla base del criterio reddituale sono riportati nella tabella n. 3.

Tabella n. 3: valori secondo il criterio reddituale.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Valore attuale flussi di reddito (del periodo di piano)	7.586	6.895
Flusso di reddito in perpetuità	2.826	2.607
Valore attuale Terminal value	25.867	25.187
Capitali accessori	5.806	1.603
Valore (W)	39.259	33.685



Nel profilo applicativo, in aggiunta a quanto descritto al § 2.2.2., si segnala quanto segue:

- per la determinazione dei redditi prospettici fino all'ultimo anno di previsione "analitica" sono state assunte a riferimento le stime del *management*. Poiché la data di riferimento della presente stima è il 30.6.2006, il risultato 2006 è stato considerato nell'ammontare di pertinenza del secondo semestre;
- i redditi di ciascun esercizio sono stati oggetto del processo di normalizzazione, finalizzato ad eliminare o stemperare gli effetti di componenti di reddito di natura straordinaria o non ripetitiva. Ciascuna rettifica è stata effettuata tenendo conto del correlato effetto fiscale. I redditi normali nominali attesi di Intesa sono stati rettificati, tra l'altro, per tenere conto della cessione di Cariparma, Friuladria e 193 sportelli; analogamente, i risultati di Sanpaolo sono stati rettificati al fine di renderli coerenti con l'impostazione, già descritta, che prevede la considerazione della liquidità riveniente dall'"operazione Eurizon" quale capitale accessorio;
- il *terminal value* (TV) è stato calcolato capitalizzando il reddito normale atteso ottenuto (i) mediando i risultati 2007-2009 e (ii) incrementando tale media per il saggio di crescita **g**. L'utilizzo del fattore **g** si spiega con l'ipotesi che, nel periodo successivo a quello di previsione analitica, i redditi nominali crescano ad un tasso pari al fattore in parola. Coerentemente con tale ipotesi, nella determinazione del valore finale il tasso di capitalizzazione è stato assunto pari a **Ke - g**;



- il saggio di crescita **g** è stato assunto in misura pari a 1,9% per Intesa e a 2,5% per Sanpaolo; ciò per le ragioni già esposte al § 3.1.1;
- il tasso di attualizzazione (**Ke**) è stato determinato sulla base del già descritto approccio del *CAPM*. Il calcolo è quindi coerente con quello seguito nella determinazione del tasso **Ke** del criterio DDM (cfr. Tabella n. 2);
- il valore dei capitali accessori – sommato alle risultanze del processo di attualizzazione / capitalizzazione dei redditi – è stato calcolato secondo le modalità descritte al precedente § 3.1.1.

3.1.3. L'applicazione del criterio UEC complesso.

I valori di Intesa e Sanpaolo, calcolati sulla base del criterio UEC, sono riportati nella tabella n. 4.

Tabella n. 4: valori secondo il criterio UEC complesso.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Patrimonio netto rettificato (K)	14.165	12.707
Valore della raccolta (I)	12.371	13.692
Patrimonio netto rettificato complesso (K')	26.535	26.399
Reddito normale atteso (R)	2.425	2.226
Tasso di rendimento reale del capitale proprio (i)	7,73%	7,88%
Tasso di attualizzazione (i')	2,38%	2,38%
Orizzonte temporale (n)	8	8
Goodwill	2.688	1.052
Capitali accessori	5.806	1.603
Valore (W)	35.029	29.054



L'applicazione del criterio in esame, come già illustrato al § 2.2.3., ha richiesto la quantificazione delle seguenti grandezze:

- il patrimonio netto rettificato (K): è stato determinato assumendo, quale base di partenza, il patrimonio netto contabile al 30.6.2006 comprensivo dell'utile del primo semestre 2006. Il patrimonio netto contabile così determinato è stato rettificato dei valori contabili di avviamento riflessi nella situazione patrimoniale assunta a riferimento (quella al 30.6.2006). Ciò in quanto l'avviamento determinato con la presente stima riassorbe già tali valori. Nell'operare tale rettifica si è tenuto conto, ove necessario, del pertinente effetto fiscale.

Come dianzi richiamato, per Intesa è stato altresì considerato l'effetto della cessione delle partecipazioni (Cariparma e Friuladria) e dei 193 sportelli. In particolare è stato enucleato dal patrimonio netto consolidato la quota parte riferibile a tali *asset*. Il patrimonio netto di Sanpaolo al 30.6.2006 è stato opportunamente rettificato al fine di riflettere gli effetti dell'“operazione Eurizon”.

La tabella n. 5 riepiloga, distintamente per Intesa e Sanpaolo, la quantificazione del patrimonio netto rettificato dianzi descritta.

Tabella n. 5: patrimonio netto rettificato.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Patrimonio netto contabile al 30.6.2006	16.832	13.949
Totale rettifiche	(2.667)	(1.242)
Patrimonio netto rettificato (K) al 30.6.2006	14.165	12.707



- Il valore della raccolta (I): è stato commisurato al valore della raccolta diretta e indiretta al 30.6.2006, risultante dalla relazione semestrale delle due Banche. Tale valore consolidato è stato rettificato per scorporare le quote di pertinenza di terzi (esterni cioè al Gruppo Intesa e al Gruppo Sanpaolo) nelle principali controllate non interamente possedute dalle due capogruppo.

Per Intesa, la rettifica ha riguardato principalmente le consistenze della raccolta relative a Banca di Trento e Bolzano, Casse di Risparmio del Centro e Intesa Holding International. Inoltre, dalle consistenze consolidate di raccolta sono stati scorporati gli importi riferibili a Cariparma, Friuladria e ai 193 sportelli.

Per Sanpaolo la rettifica ha riguardato la raccolta di terzi riferibile a Eurizon.

Ai fini della valorizzazione dell'avviamento sono stati assunti coefficienti moltiplicatori coerenti con dati di esperienza. I coefficienti sono stati differenziati, secondo prassi, in funzione delle diverse forme tecniche di raccolta. Va precisato che la raccolta indiretta di Banca Fideuram è stata valorizzata sulla base di un coefficiente moltiplicativo specifico pari al 5%. Tale coefficiente si giustifica in funzione sia dell'analisi dei parametri reddituali espressivi della *performance* associabile a tale raccolta, sia della valorizzazione della raccolta implicita nelle quotazioni di Borsa della Banca in parola.

La tabella n. 6 riepiloga i coefficienti applicati.



Tabella n. 6: percentuali di valorizzazione della raccolta.

CLASSI DI RACCOLTA	Percentuali di valorizzazione
<u>Raccolta diretta:</u>	
- conti correnti	8%
- depositi a risparmio	8%
- commercial paper	4%
- certificati di deposito e obbligazioni	4%
- pronti contro termine	1,5%
<u>Raccolta indiretta:</u>	
- raccolta amministrata	1%
- raccolta gestita	3%
- raccolta Banca Fideuram	5%

All'esito del procedimento di valorizzazione della raccolta da clientela, si è pervenuti alla quantificazione di un avviamento complessivo di euro 12.371 milioni per Intesa, e di euro 13.692 milioni per Sanpaolo.

- Il reddito normale atteso (R): è stato determinato prendendo a riferimento il risultato consolidato dell'esercizio 2005 e le prospettive reddituali consolidate per il periodo 2006-2009. Come già indicato nella descrizione del metodo reddituale (§ 2.2.2.), i risultati di ciascun anno considerato sono stati oggetto del processo di normalizzazione, finalizzato ad eliminare o stemperare gli effetti di componenti di natura straordinaria o non ripetitiva.

Ciascuna rettifica è stata effettuata tenendo conto del correlato effetto fiscale.

I redditi netti rettificati dei singoli esercizi sono stati corretti monetariamente; essi, cioè, sono stati espressi in termini omogenei sotto il profilo monetario (euro 2006).



All'esito del processo di normalizzazione si è ritenuto appropriato assumere a riferimento della stima i dati dell'intero periodo 2005-2009, attribuendo il medesimo peso a ciascuno dei redditi considerati.

Il reddito normale atteso (**R**) è stato così determinato in euro 2.425 milioni per Intesa e in euro 2.226 milioni per Sanpaolo.

- I tassi e l'orizzonte temporale di riferimento (**i**, **i'** ed **n**).

Il tasso **i** rappresenta una misura, espressa in termini reali, del "costo opportunità" dell'investimento nel capitale proprio della singola Banca. Esso, sempre determinato sulla base dell'approccio del *CAPM*, è stato calcolato con i medesimi parametri indicati al § 3.1.1. Il tasso nominale è stato deflazionato sulla base del saggio di inflazione attesa pari a 1,9%. Ne è derivato un saggio **i** reale pari a 7,73% per Intesa e a 7,88% per Sanpaolo.

Il tasso **i'** è inteso, secondo prassi, come mero compenso finanziario associabile al trascorrere del tempo; il saggio in esame prescinde dunque dal rischio specifico dell'impresa oggetto di valutazione ed è stato assunto pari al rendimento di investimenti finanziari privi di rischio. Esso è pari al *risk-free* indicato nella precedente tabella n. 2 depurato dall'inflazione attesa.

Il periodo di anni **n** è stato definito nella misura di 8, in coerenza con la costante prassi in materia.

- La determinazione dei capitali accessori: il valore dei capitali accessori – sommato, per entrambe le Banche, alle risultanze del processo di attualizzazione / capitalizzazione dei redditi – è



stato calcolato secondo le modalità descritte al precedente § 3.1.1.

3.1.4. L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa.

I valori di Intesa e Sanpaolo determinati sulla base del criterio dei multipli di Borsa sono riportati nella tabella n. 7.

Tabella n. 7: valori secondo il criterio dei multipli di Borsa.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa			Sanpaolo		
	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Multiplo P/E medio del campione	10,694	9,879	8,965	10,694	9,879	8,965
<i>Earning</i>	2.341	2.600	2.775	2.027	2.211	2.619
Capitali accessori	5.806	5.806	5.806	1.603	1.603	1.603
Valore (W)	30.841	31.493	30.687	23.284	23.443	25.085

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa			Sanpaolo		
	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Multiplo P/BV medio del campione	1,938	1,753	1,588	1,938	1,753	1,588
<i>Book value</i>	15.959	16.903	17.815	15.414	16.469	17.828
Capitali accessori	5.806	5.806	5.806	1.603	1.603	1.603
Valore (W)	36.739	35.435	34.100	31.479	30.472	29.919

L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa, come già illustrato al § 2.2.4., ha richiesto:

- la selezione di un campione di banche quotate comparabili con quelle oggetto di stima: al riguardo si è ritenuto che la variabile più significativa fosse costituita dalla classe



dimensionale, così come espressa dalla capitalizzazione di Borsa, delle aziende. Ciò in quanto il mercato dei capitali delle aziende di credito presenta uniformità di comportamento – e sembra, pertanto, potersi significativamente segmentare – proprio in relazione alla scala dimensionale. Al riguardo, Intesa e Sanpaolo sono ricomprese tra gli istituti di credito di maggiori dimensioni a livello europeo. Ciò considerato, al fine di configurare un gruppo di società confrontabili sufficientemente ampio e significativo, è stato selezionato un campione di 21 banche europee (localizzate nell’“Area Euro”, in Svizzera e in Gran Bretagna) quotate nelle rispettive Borse Valori. Il campione è composto dalle banche che presentano una capitalizzazione non inferiore al 50% di quella di Intesa e Sanpaolo (ovvero non inferiore a euro 15 miliardi) e non superiore del 50% della capitalizzazione complessiva dell’“aggregato Intesa-Sanpaolo” (ovvero, non superiore a euro 90 miliardi)⁴.

- la scelta dei multipli: si è ritenuto di utilizzare i moltiplicatori più frequentemente applicati nel contesto delle valutazioni di aziende bancarie. Si tratta del rapporto “Valore di mercato / Patrimonio netto contabile” (Price / Book value o P/BV) e del rapporto “Valore di mercato / Utile netto atteso” (Price / Earning o P/E).

⁴ In particolare sono state considerate le seguenti banche: BNC Santander CTL, BNP Paribas, Unicredit Banca, BBV Argentaria, Société Générale, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ABN Ambro, Fortis, KBC Groupe, Dexia, Commerzbank, Allied Irish Banks, UBS, Royal Bank of Schotland, Barclays, Hbos, Credit Suisse, LLOYDS TSB Group, Standard Chartered, Danske Bank.



Le grandezze rilevanti per il calcolo di tali multipli sono state determinate come segue:

- il valore di mercato (**P**) è stato assunto pari alla capitalizzazione di borsa, calcolata come prodotto tra la quotazione unitaria media riferibile a un congruo periodo di tempo ed il numero delle azioni determinato su base *fully diluted*. La quotazione unitaria è stata determinata sulla base della media, ponderata per i volumi, dei prezzi di riferimento dei 30 giorni borsistici che hanno preceduto i primi *rumors* sull'operazione in oggetto (30 giorni precedenti il 22.8.2006);
- il patrimonio netto (**BV**) è stato assunto pari al valore finale di *consensus* per gli esercizi 2006, 2007 e 2008;
- l'utile netto consolidato atteso (**E**) è stato calcolato prendendo a riferimento il valore di *consensus* per il periodo 2006-2008.

La fonte delle quotazioni di mercato e delle stime dei redditi attesi è stata la banca dati IBES – Datastream.

Con riguardo alle grandezze economiche e patrimoniali, cui applicare i moltiplicatori sopra descritti, si è proceduto a rettificare i valori attesi di piano per considerare gli effetti, per Intesa, dell'accordo con CA e, per Sanpaolo, dell'“operazione Eurizon” secondo i termini già illustrati. Al valore finale determinato con i moltiplicatori di Borsa si è sommato, come per gli altri criteri sopra descritti, quello dei capitali accessori.



3.1.5. L'applicazione del criterio della regressione lineare.

Le risultanze per Intesa e Sanpaolo dell'applicazione del criterio della regressione lineare sono sintetizzate nella tabella n. 8.

Tabella n. 8: valori secondo il criterio della regressione lineare.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa		Sanpaolo	
	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
ROAE atteso	15,8%	16,0%	13,9%	15,3%
P/BV 2006	1,596	1,614	1,348	1,522
Patrimonio netto contabile di riferimento	15.959	15.959	15.414	15.414
Capitali accessori	5.806	5.806	1.603	1.603
Valore (W)	31.282	31.560	22.389	25.057

Nell'applicazione del criterio della regressione lineare, sono stati stimati il "ROAE atteso" ed il multiplo "Valore di mercato/Patrimonio netto" (P/BV) del medesimo campione utilizzato per l'applicazione del criterio dei multipli di Borsa (cfr. § 3.1.4.).

Le grandezze rilevanti per l'applicazione del criterio in esame sono state stimate nei seguenti termini:

- il **ROAE** è stato determinato come rapporto tra utile atteso del 2007 e del 2008 e il patrimonio netto atteso medio del 2007 e del 2008;
- il patrimonio netto (**BV**) è stato assunto pari al valore di *consensus* al 31.12.2006 fornito da IBES – Datastream sulla base delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari;



- il rapporto “P/BV” è stato calcolato confrontando la capitalizzazione di Borsa, espressa dalla media delle quotazioni, ponderata per i volumi trattati, dei 30 giorni borsistici terminanti il 22.8.2006, con il patrimonio netto atteso al 31.12.2006.

Il rapporto R^2 dell’analisi, espressivo della correlazione statistica delle rilevazioni osservate, è risultato compreso tra 0,87 e 0,86 (a seconda dell’arco temporale di riferimento); tale valore conferma la significatività della regressione.

Applicando il criterio in parola, e assumendo un ROAE atteso 2007 di Intesa pari a circa il 15,8% e un ROAE atteso 2008 pari a circa 16,0%, entrambi risultanti dal piano elaborato dal *management* opportunamente rettificato per tenere conto degli effetti della cessione delle partecipazioni e dei 193 sportelli, il valore attribuibile al capitale della Banca (comprensivo dei capitali accessori) risulta rispettivamente pari a euro 31.282 milioni e a euro 31.560 milioni. Per Sanpaolo dato un ROAE atteso 2007 pari a 13,9% e un ROAE atteso 2008 pari a 15,3%, entrambi risultanti dal piano elaborato dal *management* opportunamente rettificato per tenere conto degli effetti dell’operazione Eurizon”, il valore della Banca (comprensivo dei capitali accessori) è risultato rispettivamente pari a euro 22.389 milioni e a euro 25.057 milioni.

I grafici n. 1 e 2 rappresentano le rette di regressione calcolate assumendo a riferimento i dati sopra descritti.



Figura n. 1: regressione lineare P/BV '06 e ROAE '07

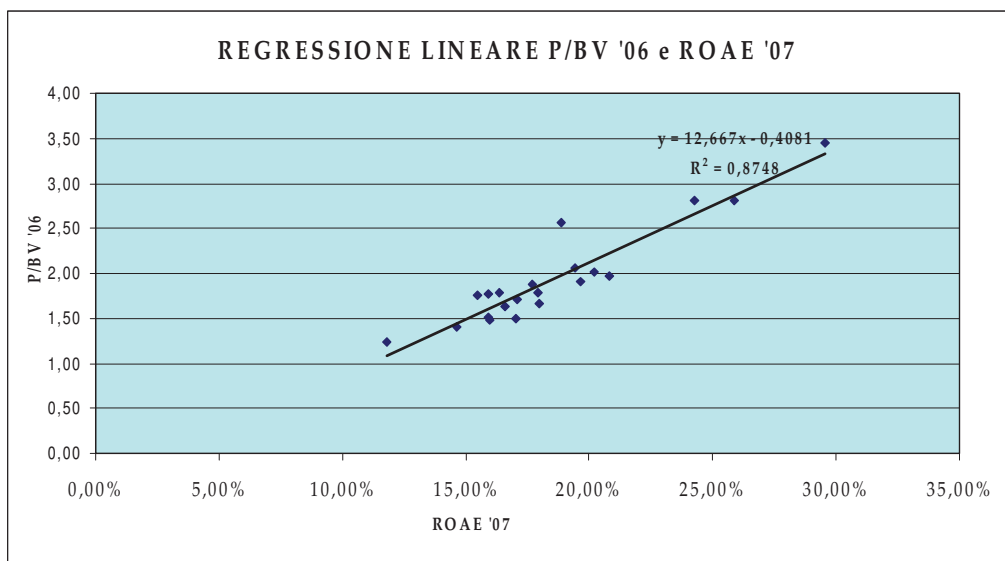
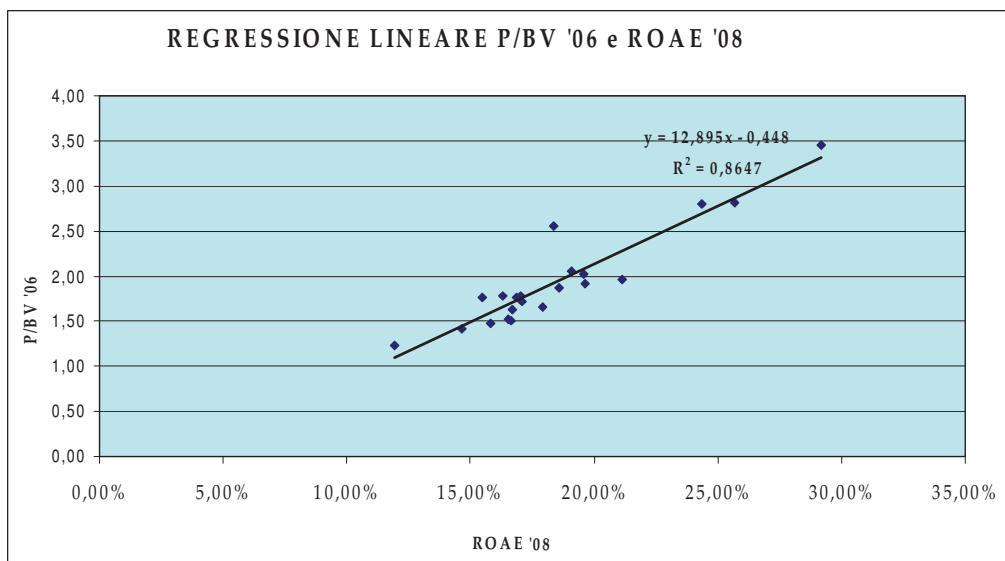


Figura n. 2: regressione lineare P/BV '06 e ROAE '08



Con riguardo alle grandezze economiche e patrimoniali, cui applicare i moltiplicatori sopra descritti, si è proceduto a rettificare i valori attesi di piano per considerare gli effetti, per Intesa, dell'accordo con CA e, per Sanpaolo, dell'“operazione Eurizon”

secondo i termini già illustrati. Al valore finale determinato con i il criterio in considerazione si è sommato, come per gli altri criteri sopra descritti, quello dei capitali accessori.

3.2. L'applicazione dei criteri di valutazione di controllo.

3.2.1. L'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa.

I valori per azione di Intesa e Sanpaolo risultanti dall'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa sono sintetizzati nella tabella n. 9.

Tabella n. 9: valori per azione secondo il criterio delle quotazioni di Borsa.

<i>(importi in euro)</i>	Intesa	Sanpaolo
Media 30 sedute	4,50	14,02
Media 60 sedute	4,50	13,84
Media 90 sedute	4,57	14,15

Ai fini dell'applicazione del metodo in parola si è ritenuto opportuno considerare l'andamento dei corsi dei due titoli per un arco temporale sufficientemente ampio al fine di stemperare le fluttuazioni di breve periodo. In particolare, si sono considerate le medie, sia aritmetica sia ponderata per i volumi trattati, delle quotazioni dei titoli ordinari di Intesa e di Sanpaolo, relative ai seguenti orizzonti temporali, terminanti il 22.8.2006: 30 sedute di Borsa, 60 sedute di Borsa e 90 sedute di Borsa.

Come già indicato, il 22.8.2006 rappresenta la data ultima prima della diffusione dei primi *rumors* concernenti l'operazione societaria in esame.



Considerata la sostanziale coincidenza tra i risultati emergenti dall'utilizzo della media aritmetica e di quella ponderata⁵, sono stati considerati i risultati derivanti dall'impiego della media aritmetica delle quotazioni.

3.2.2. L'applicazione del criterio degli "equity report".

I valori per azione di Intesa e Sanpaolo risultanti dall'applicazione del criterio degli "equity report" sono sintetizzati nella tabella n. 10.

Tabella n. 10: valori secondo il criterio degli "equity report".

<i>(importi in euro)</i>	Intesa	Sanpaolo
Media valore per azione	5,17	15,70

Al fine dell'applicazione di tale metodologia valutativa, si è proceduto a rilevare i valori dei *target price* dai *report* emessi dagli analisti finanziari nazionali e internazionali nel periodo 15.5.2006 – 22.8.2006 per Intesa e 12.5.2006 – 22.8.2006 per Sanpaolo. La data iniziale del periodo di raccolta delle informazioni è immediatamente successiva a quella di pubblicazione, da parte delle Banche considerate, della prima trimestrale 2006; la data finale del periodo in oggetto, riflette la volontà di escludere *report* influenzati dai "rumors" di mercato connessi all'operazione di fusione in esame.

I *report* considerati sono quelli predisposti da analisti che seguono i titoli di entrambe le Banche. Ciò al fine di ricercare l'omogeneità delle valutazioni considerate, nel rispetto dei principi generali che devono ispirare le valutazioni di fusione.

⁵ Infatti, i valori per azione risultanti dal calcolo delle medie ponderate per i volumi sono – rispettivamente media 30, 60 e 90 sedute – per Intesa: 4,51; 4,49, 4,64; per Sanpaolo: 14,02; 13,80; 14,30.



In particolare i *report* considerati per Banca Intesa sono i seguenti: Citigroup 15.5.2006; Kepler 15.5.2006; Mediobanca 15.5.2006; Société Générale 15.5.2006; KBW 15.5.2006; Banca Leonardo 15.5.2006; Merrill Lynch 15.5.2006; Intermonte 25.5.2006; Credit Suisse 1.6.2006; UBM 26.6.2006; JPMorgan 12.7.2006. I *report* analizzati per Sanpaolo IMI sono i seguenti: Kepler 15.5.2006; Mediobanca 15.5.2006; Citigroup 15.5.2006; KBW 15.5.2006; Merrill Lynch 15.5.2006; Société Générale 15.5.2006; Intermonte 25.5.2006; Credit Suisse 1.6.2006; UBM 26.6.2006; Banca Leonardo 5.7.2006; JPMorgan 26.7.2006.

4. LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.

4.1. Capitale e numero di azioni di Intesa e di Sanpaolo.

Il capitale sociale di Intesa alla data di riferimento della stima è pari a euro 3.613.001.196 suddiviso in n. 6.015.588.662 azioni ordinarie del valore nominale di euro 0,52 cadauna e in n. 932.490.561 azioni di risparmio del valore nominale di euro 0,52 cadauna.

Alla data di riferimento della stima, il capitale sociale di Sanpaolo è pari a euro 5.399.586.247. Esso è suddiviso in n. 1.590.672.318 azioni ordinarie del valore nominale di euro 2,88 e in n. 284.184.018 azioni privilegiate del valore nominale di euro 2,88.

Occorre osservare che la fusione in esame si realizza mediante il concambio delle azioni sia ordinarie sia privilegiate di Sanpaolo con azioni ordinarie di Intesa. Le azioni privilegiate di Sanpaolo non sono quotate e vengono trattate, ai fini del concambio, come equivalenti alle azioni ordinarie. Ciò, come già scritto, in considerazione del fatto che lo statuto di Sanpaolo (art. 6) prevede



la conversione alla pari delle azioni privilegiate in azioni ordinarie nel caso in cui queste siano oggetto di cessione. Si ricorda inoltre che l'Accordo Quadro, relativo all'operazione in esame prevede l'annullamento delle azioni proprie detenute dalle Banche.

Pertanto, nella prospettiva della determinazione del rapporto di cambio:

- le azioni privilegiate Sanpaolo sono equiparate a quelle ordinarie;
- le azioni proprie detenute da Intesa e Sanpaolo non sono considerate nel calcolo del valore unitario per azione.

Dunque, il valore unitario delle azioni delle due Banche è calcolato sulla base delle sole azioni in circolazione.

Il numero di azioni considerate è pertanto il seguente:

per Intesa: 6.879.052.690;

per Sanpaolo: 1.871.751.951.

Per il calcolo del valore unitario delle azioni ordinarie di Intesa occorre considerare che il capitale della stessa banca prevede sia la categoria delle azioni ordinarie sia quella delle azioni di risparmio.

Pertanto, ai fini di "riportare" il valore complessivo di Intesa al valore unitario per azione ordinaria occorre ponderare adeguatamente il numero delle azioni di risparmio. Ciò è possibile – secondo la più consolidata prassi in materia – calcolando il numero delle "azioni ordinarie equivalenti" alle azioni di risparmio sulla base dello scarto di quotazione esistente tra le due categorie di azioni. A tal fine è stato considerato lo scarto di quotazione riscontrato sul mercato borsistico nelle ultime 30 sedute terminanti il 22.8.2006; lo scarto in parola è la risultante del confronto tra le



rispettive medie, ponderate per i volumi trattati, dei prezzi di riferimento (fonte IBES - Datastream).

Nel seguito sono esposti i risultati dell'applicazione dei criteri di stima descritti nei precedenti paragrafi, sia in termini di valori complessivi, sia in termini di valori unitari delle azioni ordinarie delle due Banche.

Per le considerazioni che precedono, le indicazioni di valore contenute nel presente capitolo riguardano esclusivamente le azioni ordinarie di Intesa e di Sanpaolo.

4.2. Valori complessivi, unitari e rapporti di cambio.

4.2.1. I risultati dell'applicazione del criterio DDM.

L'applicazione del criterio DDM conduce alla definizione dei valori complessivi di Intesa e di Sanpaolo, in funzione dei parametri descritti ai §§ 2.2.1. e 3.1.1., nel riepilogati nella tabella 11.

Tabella n. 11: valori complessivi secondo il criterio DDM.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Valore attuale flussi di cassa (del periodo di piano)	6.459	4.628
Flusso di cassa libero per l'azionista in perpetuità	2.534	2.252
Valore attuale del Terminal value	22.143	20.755
Capitali accessori	5.806	1.603
<i>Valore (W)</i>	34.408	26.987

Tali valori complessivi corrispondono ai valori per azione e rapporto di cambio indicati nella tabella 12.



Tabella n. 12: valori per azione secondo il criterio DDM e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>	Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>	Rapporto di cambio
Valore per azione	5,00	14,42	2,883

4.2.2. I risultati dell'applicazione del criterio reddituale.

L'applicazione del criterio reddituale conduce alla definizione dei valori complessivi di Intesa e di Sanpaolo, in funzione dei parametri descritti ai §§ 2.2.2. e 3.1.2., riepilogati nella tabella 13.

Tabella n. 13: valori complessivi secondo il criterio reddituale.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Valore attuale flussi di reddito (del periodo di piano)	7.586	6.895
Flusso di reddito in perpetuità	2.826	2.607
Valore attuale Terminal value	25.868	25.186
Capitali accessori	5.806	1.603
Valore (W)	39.259	33.685

I suddetti valori complessivi corrispondono ai valori per azione ed al connesso rapporto di cambio esposti nella tabella 14.

Tabella n. 14: valori per azione secondo il criterio reddituale e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>	Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>	Rapporto di cambio
Valore per azione	5,71	18,00	3,153

4.2.3. I risultati dell'applicazione del criterio UEC complesso.

Il criterio UEC complesso conduce alla definizione dei valori di Intesa e di Sanpaolo, riportati nella tabella n.15.

Tabella n. 15: valori complessivi secondo il criterio UEC complesso.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa	Sanpaolo
Patrimonio netto rettificato complesso (K')	26.535	26.399
<i>Goodwill</i>	2.688	1.052
Capitali accessori	5.806	1.603
Valore (W)	35.029	29.054

Tali valori complessivi corrispondono ai valori unitari dell'azione ordinaria ed al conseguente rapporto di cambio esposti nella tabella 16.

Tabella n. 16: valori per azione secondo il criterio UEC complesso e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>	Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>	Rapporto di cambio
Valore per azione	5,09	15,52	3,048



4.2.4. I risultati dell'applicazione del criterio dei multipli di Borsa.

Il criterio in parola conduce alla definizione dei valori complessivi di Intesa e di Sanpaolo, riportati nella tabella n. 17.

Tabella n. 17: valori complessivi secondo il criterio dei multipli di Borsa.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa			Sanpaolo		
	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Multiplo P/E medio del campione	10,694	9,879	8,965	10,694	9,879	8,965
<i>Earning</i>	2.341	2.600	2.775	2.027	2.211	2.619
Capitali accessori	5.806	5.806	5.806	1.603	1.603	1.603
<i>Valore (W)</i>	<i>30.841</i>	<i>31.493</i>	<i>30.687</i>	<i>23.284</i>	<i>23.443</i>	<i>25.085</i>

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa			Sanpaolo		
	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>	<i>2006</i>	<i>2007</i>	<i>2008</i>
Multiplo P/BV medio del campione	1,938	1,753	1,588	1,938	1,753	1,588
<i>Book value</i>	15.959	16.903	17.815	15.414	16.469	17.828
Capitali accessori	5.806	5.806	5.806	1.603	1.603	1.603
<i>Valore (W)</i>	<i>36.739</i>	<i>35.435</i>	<i>34.100</i>	<i>31.479</i>	<i>30.472</i>	<i>29.919</i>

I valori per azione ordinarie di Intesa e di Sanpaolo risultanti dall'applicazione del metodo in parola ed il conseguente rapporto di cambio sono riportati nella tabella n. 18.



Tabella n. 18: valori per azione secondo il criterio dei multipli di Borsa e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>			Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>			Rapporto di cambio		
	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Valore per azione multiplo P/E	4,48	4,58	4,46	12,44	12,52	13,40	2,775	2,736	3,004
Valore per azione multiplo P/BV	5,34	5,15	4,96	16,82	16,28	15,98	3,149	3,161	3,225

4.2.5. I risultati dell'applicazione del criterio della regressione lineare.

Il criterio in parola conduce alla definizione dei valori complessivi di Intesa e di Sanpaolo, riportati nella tabella n. 19.

Tabella n. 19: valori complessivi secondo il criterio della regressione lineare.

<i>(importi in euro/mln.)</i>	Intesa		Sanpaolo	
	2007	2008	2007	2008
ROAE atteso	15,8%	16,0%	13,9%	15,3%
P/BV 2006	1,596	1,614	1,348	1,522
Patrimonio netto contabile di riferimento	15.959	15.959	15.414	15.414
Capitali accessori	5.806	5.806	1.603	1.603
Valore (W)	31.282	31.560	22.389	25.057

I valori per azione ordinarie di Intesa e di Sanpaolo risultanti dall'applicazione del metodo in parola ed il conseguente rapporto di cambio sono riportati nella tabella n. 20.



Tabella n. 20: valori per azione secondo il criterio della regressione lineare e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>	Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>	Rapporto di cambio
ROAE 2007	4,55	11,96	2,630
ROAE 2008	4,59	13,39	2,918

4.2.6. I risultati dell'applicazione del criterio delle quotazioni di Borsa.

Sulla base delle medie delle quotazioni di borsa considerate si ottengono i rapporti di cambio riportati nella tabella 21.

Tabella n. 21: valori per azione secondo il criterio delle quotazioni di Borsa e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>	Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>	Rapporto di cambio
Media 30 sedute	4,50	14,02	3,115
Media 60 sedute	4,50	13,84	3,079
Media 90 sedute	4,57	14,15	3,099

4.2.7. I risultati dell'applicazione del criterio degli "equity report".

L'applicazione del metodo in parola porta alla definizione dei valori per azione ordinarie di Intesa e di Sanpaolo e al conseguente rapporto di cambio riportati nella tabella n. 22.



Tabella n. 22: valori per azione secondo il criterio degli “equity report” e rapporto di cambio.

	Intesa <i>(importi in euro)</i>	Sanpaolo <i>(importi in euro)</i>	Rapporto di cambio
Media valore per azione	5,17	15,70	3,038

4.3. L’analisi di sensitività

Si precisa che i risultati ottenuti con l’applicazione dei criteri di valutazione “economico-analitici” sono stati sottoposti ad un’analisi di sensitività. Tale analisi è finalizzata a verificare la sensibilità dei concambi al variare dei principali parametri della stima (premio per il rischio, fattore g, periodo di attualizzazione, etc...) all’interno di intervalli ragionevoli. L’analisi suddetta ha confermato la significatività delle risultanze applicative dei criteri adottati.

4.4. Le principali difficoltà di valutazione.

Le principali difficoltà incontrate nella stima sono illustrate nel seguito.

- a) Utilizzo del bilancio consolidato quale riferimento principale per la determinazione del patrimonio netto rettificato e dei flussi di risultato attesi. L’impiego del bilancio consolidato, resosi necessario per l’ampia articolazione dei Gruppi facenti capo alle Società oggetto di fusione, genera alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi in ragione della diversità delle quote di minoranza nei redditi e nei patrimoni delle società del Gruppo e della loro variabilità nel tempo.



- b) Esistenza di azioni ordinarie e di azioni di risparmio. Il calcolo del valore unitario dell'azione ordinaria in presenza di scarti di quotazione tra azioni ordinarie e di risparmio impone la determinazione del numero di azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio considerate.
- c) La fase di trasformazione dei Gruppi Intesa e Sanpaolo. La cessione delle partecipazioni in Cariparma e Friuladria e dei 193 sportelli ha determinato difficoltà nella ricostruzione delle grandezze patrimoniali e dei flussi di reddito e di dividendo attesi. I dati di piano sono stati rettificati per riflettere gli effetti della richiamata cessione. Discorso analogo riguarda il Gruppo Sanpaolo, dove l'“operazione Eurizon” ha richiesto la rettifica delle grandezze considerate nell'applicazione dei diversi metodi di valutazione, anche al fine di utilizzare un approccio omogeneo, specie con riguardo alla liquidità riveniente dall'operazione, con quello impiegato nella stima di Intesa.
- d) L'utilizzo di dati previsionali. Ai fini della presente stima sono stati impiegati dati previsionali tratti dai piani economici delle Società. Tali dati per loro natura presentano profili di incertezza.



5. CONCLUSIONI.

Considerati i risultati delle analisi riportate nei paragrafi precedenti, richiamati i limiti esposti nel § 1.4., è possibile esprimere un giudizio finale in merito al rapporto di cambio nella fusione tra Intesa e Sanpaolo.

A tal fine si riassumono, nella tabella 23, i rapporti di cambio risultanti dall'applicazione dei diversi metodi.

Tabella n. 23: rapporti di cambio.

	Rapporto di Cambio
<u>Criteri di valutazione principali</u>	
Criterio DDM	2,883
Criterio Reddituale	3,153
Criterio misto UEC complesso	3,048
Criterio della regressione lineare Roae 2007 – P/Bv	2,630
Criterio della regressione lineare Roae 2008 – P/Bv	2,918
Criterio dei multipli di Borsa – P/E 2006	2,775
Criterio dei multipli di Borsa – P/E 2007	2,736
Criterio dei multipli di Borsa – P/E 2008	3,004
Criterio dei multipli di Borsa – P/BV 2006	3,149
Criterio dei multipli di Borsa – P/BV 2007	3,161
Criterio dei multipli di Borsa – P/BV 2008	3,225
<u>Criteri di valutazione di controllo</u>	
Criterio delle quotazioni di Borsa (30 giorni)	3,115
Criterio delle quotazioni di Borsa (60 giorni)	3,079
Criterio delle quotazioni di Borsa (90 giorni)	3,099
Criterio degli <i>equity report</i>	3,038

Dall'analisi dei risultati ottenuti si può osservare quanto segue:

- i rapporti di cambio desunti dai criteri principali identificano un *range* ricompreso tra 2,630 e 3,225, che si caratterizza per una variabilità relativamente contenuta. Infatti, lo scostamento tra il concambio massimo e il concambio minimo è pari a circa



il 23%. La media e la mediana dei risultati ottenuti sono rispettivamente pari 2,971 e 3,004;

- i rapporti di cambio risultanti dai criteri di controllo si collocano tutti all'interno del *range* sopra richiamato, confermando così la significatività dello stesso.

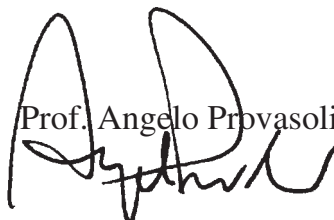
La fascia sopra identificata esprime dunque rapporti di cambio significativi e congrui. Peraltro, al fine di identificare una fascia di rapporti di cambio che riduca ulteriormente la dispersione rispetto alla media e alla mediana, si ritiene opportuno escludere i valori estremi del *range* sopra identificato. Conseguentemente, la fascia dei rapporti di cambio risulta meglio definita dal seguente intervallo: 2,736 - 3,161. Tale *range* presenta uno scostamento tra il dato massimo e quello minimo pari a circa il 15%. L'ampiezza dell'intervallo si riduce dunque in misura rilevante. Lo scostamento tra gli estremi diminuisce infatti del 35%.

La significatività del *range* così identificato risulta sempre confermata dai risultati dei metodi di controllo. Questi infatti continuano a ricadere nell'ambito del *range* in parola. In altra prospettiva, la circostanza ora richiamata conforta la scelta dell'esclusione degli estremi del primo intervallo sopra identificato.

* * *

Per le considerazioni esposte, chi scrive ritiene che **la fascia compresa tra 2,736 e 3,161 azioni ordinarie Intesa per una azione ordinaria o privilegiata di Sanpaolo descriva l'insieme dei rapporti di cambio più significativi ed egualmente congrui.**

Milano, 12 ottobre 2006


Prof. Angelo Provasoli

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]