

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI
SENSI DEGLI ARTICOLI 2506 ter e 2501 sexies DEL
CODICE CIVILE**

**SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE DI
BANCA FIDEURAM SPA, A FAVORE DI
SANPAOLO IMI SPA, DELLA PARTECIPAZIONE
DETENUTA DA BANCA FIDEURAM SPA IN
FIDEURAM VITA COMPAGNIA DI
ASSICURAZIONI E RIASSICURAZIONI SPA**

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI
2506 ter e 2501 sexies DEL CODICE CIVILE**

**SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE DI BANCA FIDEURAM SPA, A
FAVORE DI SANPAOLO IMI SPA, DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DA
BANCA FIDEURAM SPA IN FIDEURAM VITA COMPAGNIA DI
ASSICURAZIONI E RIASSICURAZIONI SPA**

INDICE	<u>Pag.</u>
1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico	1
2 Natura e portata della presente relazione	2
3 Documentazione utilizzata	2
4 Metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio	5
4.a Aspetti generali	5
4.b Metodologie di valutazione utilizzate	6
4.c I metodi di valutazione adottati dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI	11
4.d I metodi di valutazione adottati dagli amministratori e dal Consulente di Banca Fideuram	19
5 Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI	20
6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli amministratori	22
7 Lavoro svolto	22
7.a Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata	22
7.b Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio	23
8 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte	24
9 Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico	26
10 Conclusioni	28

**RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DEGLI ARTICOLI
2506 ter e 2501 sexies DEL CODICE CIVILE**

**SCISSIONE PARZIALE PROPORZIONALE DI BANCA FIDEURAM SPA, A
FAVORE DI SANPAOLO IMI SPA, DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DA
BANCA FIDEURAM SPA IN FIDEURAM VITA COMPAGNIA DI
ASSICURAZIONI E RIASSICURAZIONI SPA**

Agli azionisti di
Sanpaolo IMI SpA
Piazza San Carlo, 156
10121 Torino

1 MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Torino l'incarico di redigere, ai sensi degli articoli 2506 ter e 2501 sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di assegnazione (di seguito, "rapporto di cambio") di azioni ordinarie di Sanpaolo IMI SpA (di seguito, "Sanpaolo IMI") agli azionisti, diversi da Sanpaolo IMI stessa, di Banca Fideuram SpA (di seguito, "Banca Fideuram", insieme "le Banche"), nell'ambito dell'operazione di scissione parziale proporzionale di Banca Fideuram, a favore di Sanpaolo IMI, della partecipazione pari al 99,8 per cento del capitale sociale di Fideuram Vita Compagnia di Assicurazioni e Riassicurazioni SpA (di seguito "Fideuram Vita"), rappresentata dal 100 per cento delle azioni ordinarie e dal 99,4 per cento delle azioni privilegiate (di seguito "il Compendio scisso"). A tal fine, abbiamo ricevuto da Sanpaolo IMI il progetto di scissione corredato di apposita relazione degli amministratori che indica, illustra e giustifica, ai sensi dell'articolo 2501 quinquies del Codice Civile (come richiamato dall'art. 2506 ter del Codice Civile), il rapporto di cambio, nonché la situazione patrimoniale al 31 dicembre 2003 redatta ai sensi dell'articolo 2501 quater del Codice Civile (come richiamato dall'art. 2506 ter del Codice Civile).

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

L'incarico di redigere per Banca Fideuram analogo relazione sul rapporto di cambio è stato conferito dal Tribunale di Roma alla società di revisione Reconta Ernst & Young SpA (di seguito "REY").

2 NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

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

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, secondo quanto precisato al successivo paragrafo, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

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

3 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

- i) Il progetto di scissione e le relazioni degli amministratori delle Banche indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2003, il seguente rapporto di cambio:

0,07470 azioni ordinarie Sanpaolo IMI per una azione Banca Fideuram

Tale rapporto di cambio è stato determinato dagli amministratori delle Banche, condividendo e facendo proprie, sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti, le considerazioni valutative e le indicazioni risultanti dalle relazioni di stima di cui al successivo punto ii).

- ii)** La relazione di stima redatta congiuntamente da Golman Sachs International (di seguito, "Goldman Sachs") e JP Morgan plc (di seguito, "JP Morgan"), in qualità di consulenti di Sanpaolo IMI (di seguito, "i Consulenti di Sanpaolo IMI"), nonché la relazione di stima redatta da Citigroup Global Markets Limited, in qualità di consulente di Banca Fideuram (di seguito, "il Consulente di Banca Fideuram", insieme ai Consulenti di Sanpaolo IMI, "i Consulenti"); tali relazioni, datate 18 maggio 2004 e predisposte su incarico delle Banche, espongono analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo dai Consulenti e/o dagli amministratori delle Banche.
- iii)** La seguente documentazione, utilizzata dai Consulenti per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi, ai fini del nostro incarico:
- Bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Sanpaolo IMI e di Banca Fideuram al 31 dicembre 2002 e al 31 dicembre 2003, corredati delle rispettive relazioni degli amministratori, dei collegi sindacali e delle società di revisione. In particolare, la nostra società di revisione ha predisposto, sia le relazioni sul bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Sanpaolo IMI al 31 dicembre 2002 e al 31 dicembre 2003, sia le relazioni sul bilancio d'esercizio (individuale e consolidato) di Banca Fideuram al 31 dicembre 2002 e al 31 dicembre 2003.
 - Bilancio d'esercizio di Fideuram Vita al 31 dicembre 2002 e al 31 dicembre 2003, corredati dalle rispettive relazioni degli amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione, relazioni quest'ultime da noi predisposte.
 - Bilancio d'esercizio di Fideuram Assicurazioni SpA (di seguito "Fideuram Assicurazioni") al 31 dicembre 2002 e al 31 dicembre 2003, corredati dalle rispettive relazioni degli amministratori, del collegio sindacale e della società di revisione incaricata, REY.
 - Relazione trimestrale al 31 marzo 2004 delle Banche e "Consuntivo del primo trimestre 2004 e andamento gestionale" di Fideuram Vita.
 - Budget 2004 e proiezioni 2005 di Sanpaolo IMI approvate dagli organi competenti.
 - Proiezioni relative agli esercizi 2004-2006 di Fideuram Vita predisposte dal management.
 - Valutazione attuariale di Fideuram Vita al 31 dicembre 2003, predisposta da Tillinghast-Towers Perrin (di seguito, "Tillinghast").

- Valutazione indipendente delle riserve sinistri e calcolo dell'appraisal value al 31 dicembre 2003 su Fideuram Assicurazioni predisposta da Tillinghast.
- Relazione di stima del valore di libero mercato di immobili appartenenti a Fideuram Vita, predisposte da Valtech Srl.
- Principali termini economici concordati tra Sanpaolo IMI e Banca Fideuram, in relazione alla promozione e distribuzione da parte di Banca Fideuram dei prodotti e servizi assicurativi che saranno predisposti in futuro dal costituendo polo assicurativo del Gruppo Sanpaolo IMI.
- Accordi commerciali sottoscritti da Banca Fideuram e Fideuram Vita, vigenti per il periodo 2003-2004.
- Contratto stipulato in data 8 marzo 2004 da Fideuram Vita e Banca Fideuram per la compravendita di Fideuram Assicurazioni.
- Informazioni predisposte dai Consulenti su società operanti a livello nazionale ed internazionale nei settori di riferimento; in particolare, ci si è avvalsi di informazioni pubbliche relative ad alcune società quotate, nonché riferibili a recenti operazioni straordinarie ritenute rilevanti ai fini dell'incarico.
- Andamento delle quotazioni di Borsa del titolo Sanpaolo IMI negli ultimi 12 mesi, a partire dal 19 maggio 2003, nonché (da parte nostra) nel periodo successivo sino alla data della presente relazione.

La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- Executive summary del “Piano industriale polo assicurativo – linee di sviluppo” predisposto da Bain & Company (di seguito “il Consulente Industriale”);
- Fogli di lavoro predisposti dai Consulenti di Sanpaolo IMI a supporto dei valori utilizzati per la determinazione dei rapporti di cambio
- Rapporti di analisti internazionali disponibili su Sanpaolo IMI;
- Elementi contabili e statistici, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione, ottenute sia da fonti esterne e indipendenti, sia mediante colloqui con il management delle Banche e con i Consulenti.

Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della direzione di Sanpaolo IMI, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, dalla data dei Consigli di Amministrazione delle Banche del 18 maggio 2004 sino alla data odierna.

Analoga attestazione, da parte della direzione di Banca Fideuram, è stata ottenuta da REY.

4 METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

4.a Aspetti generali

Gli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, in considerazione della rilevanza e complessità della prospettata operazione di scissione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in maniera omogenea Sanpaolo IMI ed il Compendio scisso.

Il principio di omogeneità è stato applicato compatibilmente con le caratteristiche specifiche di Sanpaolo IMI e del Compendio scisso che, nella fattispecie, presentano elementi distintivi; in particolare, si è tenuto conto del fatto che le società oggetto di valutazione operano in settori di attività differenti (settore assicurativo per Fideuram Vita e settore bancario per Sanpaolo IMI) e che solo il titolo Sanpaolo IMI è quotato in Borsa.

Conseguentemente, in considerazione della finalità delle valutazioni, delle caratteristiche specifiche delle entità oggetto di valutazione e in linea con quanto previsto dalla migliore prassi valutativa, a livello nazionale ed internazionale, gli amministratori e i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno fatto riferimento sia a metodi di valutazione analitici, sia a metodi di mercato identificando, per ciascuna società, in relazione alle specifiche caratteristiche delle stesse, la metodologia valutativa ritenuta più appropriata e, pertanto, privilegiando, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, per la valutazione del capitale economico di Sanpaolo IMI, il criterio delle quotazioni di Borsa e, per il Compendio scisso, il criterio dell' Appraisal Value, come più dettagliatamente illustrato nei paragrafi successivi.

Per quanto concerne, infine, le modalità di applicazione delle metodologie di valutazione prescelte per la valutazione di Sanpaolo IMI e del Compendio scisso, tali metodologie, pur rappresentando criteri riconosciuti ed utilizzati nella prassi nazionale ed internazionale, non sono state analizzate singolarmente, bensì considerate come parte inscindibile di un unico processo di valutazione.

La valutazione di Sanpaolo IMI e del Compendio scisso è stata, pertanto, effettuata, dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI, considerando le caratteristiche ed i limiti impliciti nei diversi modelli valutativi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente adottata nei settori bancario e assicurativo, secondo le seguenti linee guida principali:

- è stata considerata la loro attuale configurazione e le prospettive future autonomamente valutate, ovvero in ipotesi di autonomia operativa (ottica "stand-alone");
- si è tenuto conto, con riferimento al Compendio scisso, sia degli effetti dell'acquisizione, avvenuta in data 8 marzo 2004 e regolata in contanti, da parte di Fideuram Vita della partecipazione totalitaria in Fideuram Assicurazioni detenuta da Banca Fideuram, sia dell'aumento di capitale di Fideuram Vita deliberato dall'assemblea degli azionisti della stessa, in data 23 novembre 2003 e perfezionato in data 26 gennaio 2004;
- si è considerato il fatto che le assemblee degli azionisti delle società interessate alla scissione e, come tali, oggetto di analisi, hanno già approvato la distribuzione di un dividendo ordinario, prima della data di efficacia della scissione stessa; conseguentemente i rapporti di cambio indicati nella presente relazione sono stati calcolati rettificando i valori stimati delle società per tali dividendi.
- sono stati altresì considerati i potenziali benefici economici, al netto degli oneri di riorganizzazione, che si origineranno dalle sinergie attese, derivanti dal progetto di riorganizzazione e razionalizzazione delle attività assicurative del Gruppo Sanpaolo IMI, in base alle indicazioni risultanti dalle analisi e verifiche condotte dal Consulente Industriale di Sanpaolo IMI;
- è stata, infine, considerata la presenza, sia nel capitale di Sanpaolo IMI che nel capitale del Compendio scisso, di azioni ordinarie e di azioni privilegiate.

Si riportano di seguito i metodi di valutazione a cui gli amministratori ed i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno fatto riferimento e i valori risultanti dall'applicazione dei criteri privilegiati per la determinazione del rapporto di cambio, nonché una breve sintesi dei metodi e dei valori risultanti dalle valutazioni effettuate dagli amministratori e dai Consulenti di Banca Fideruam.

4.b Metodologie di valutazione utilizzate

Alla luce delle considerazioni precedentemente illustrate e tenuto conto, tra gli altri aspetti, sia delle caratteristiche peculiari del Compendio scisso e di Sanpaolo IMI, sia della prassi valutativa relativa ad operazioni similari in Italia ed in Europa, le metodologie di valutazione prese in considerazione sono riassunte nel seguente prospetto:

Oggetto della valutazione	Metodologie prese in considerazione
Sanpaolo IMI	Quotazioni di Borsa (*) Flussi di dividendi attualizzati Multipli di mercato Regressione Statistica
Compendio scisso	Appraisal Value (*) Multipli di mercato Transazioni comparabili

(*) metodologie privilegiate dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI per la valutazione del capitale economico di Sanpaolo IMI e del Compendio scisso.

Metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuito dal mercato nel quale le azioni della società sono trattate.

Tale criterio si qualifica come un metodo di valutazione "diretto", poiché fa riferimento, per l'individuazione del valore economico di una società quotata, ai prezzi espressi dal mercato in transazioni aventi per oggetto quote di capitale della medesima azienda.

Sul piano metodologico, la sua applicazione richiede la preliminare verifica delle seguenti condizioni:

- (i) il grado di significatività dei prezzi espressi dal mercato per le azioni della società oggetto di valutazione;
- (ii) l'omogeneità e la comparabilità, in un orizzonte temporale sufficientemente ampio, dei prezzi e dei quantitativi trattati delle azioni della società medesima.

Metodo dell'Appraisal Value

Il valore di una compagnia di assicurazioni secondo il metodo dell'*Appraisal Value* è dato dalla somma tra il patrimonio netto rettificato, il valore del portafoglio in essere (*in force business*) ed il valore della nuova attività (*new business*).

Il patrimonio netto rettificato è ottenuto attraverso la riespressione a valori correnti delle principali poste patrimoniali, in modo tale da mantenere coerenza con la metodologia adottata per il calcolo del portafoglio in essere.

Nell'applicazione di tale metodo ad una compagnia assicurativa danni al fine delle rettifiche da apportare al patrimonio netto si ipotizza, inoltre, il rilascio dell'eccedenza di riserva derivante dalla stima a costo ultimo delle riserve sinistri.

Il valore del portafoglio polizze in essere è determinato attraverso la stima e la successiva attualizzazione degli utili che il portafoglio potrà generare nell'arco della sua vita residua, ipotizzando un livello di attività pari alle riserve tecniche e tenuto conto del costo associato alla necessità di mantenere un certo margine di solvibilità.

La somma di queste due componenti determina il Valore Intrinseco o *Embedded Value*.

Il valore della nuova attività esprime viceversa in senso stretto l'avviamento commerciale (*goodwill*) della compagnia di assicurazione, inteso come capacità di acquisire nuove polizze e di generare redditi futuri da queste.

Metodo dei flussi di dividendi attualizzati

Il metodo del Dividend Discount Model (di seguito, "DDM"), nella variante "Excess Capital", assume che il valore economico di una banca sia pari alla somma:

- del valore attuale dei flussi di dividendi futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibile agli azionisti senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- del valore attuale del "terminal value".

Il criterio del DDM nella variante "Excess Capital", rispetto al metodo del DDM puro (che attualizza i flussi distribuiti sulla base della politica dei dividendi perseguita dall'azienda), rappresenta, nella prassi di settore, l'approccio metodologico analitico ritenuto più idoneo per la valorizzazione di realtà bancarie.

Sinteticamente, il metodo è espresso dalla seguente formula:

$$W = DIVa + Vta$$

I singoli elementi della formula indicano:

W = valore economico della banca oggetto di valutazione;

DIVa = valore dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, pur mantenendo, in base alla normativa vigente di settore ed in linea con criteri di gestione prudenziali, un adeguato livello di patrimonializzazione;

Vta = valore attuale del “terminal value” della banca all’anno ennesimo. Il valore terminale della banca può essere determinato, o come capitalizzazione perpetua dell’ultimo flusso, ovvero applicando un multiplo all’utile o al patrimonio netto nell’ultimo anno delle previsioni esplicite.

In sintesi, l’applicazione di tale criterio comporta, nella prassi, le seguenti fasi:

- a. previsione dettagliata dei flussi di cassa futuri e dei flussi distribuiti agli azionisti durante l’arco temporale di riferimento, mantenendo, in base alla normativa vigente per le aziende bancarie, un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- b. calcolo del valore terminale della società;
- c. determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi dei dividendi e del valore terminale; a tale riguardo, sebbene sia possibile calcolare tale tasso mediante ricorso a differenti metodologie, in genere, vengono privilegiate modalità di calcolo basate sulla metodologia del Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato si fonda sull’analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli di valutazione, evidenziati da tale analisi, ai valori della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

In sintesi, le fasi in cui si articola l’applicazione del metodo dei multipli sono le seguenti:

a. Identificazione delle società comparabili

L’appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia; la significatività dei risultati è strettamente dipendente dall’omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell’attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l’attendibilità dei dati finanziari e l’intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

b. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento

La determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.

c. Identificazione dei multipli ritenuti più significativi

Sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.

d. Applicazione dei multipli alle società in esame

I multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Metodo dell'analisi di regressione statistica

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

Il criterio della analisi di regressione stima il capitale economico della società oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica del capitale ed il relativo premio o sconto, espresso dai prezzi di Borsa, rispetto al patrimonio netto della società stessa.

Tale criterio consiste nell'analisi della relazione fra la redditività di una società (espressa in termini di Return on Average Equity, di seguito "ROAE") attesa dal mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore di patrimonio netto per la medesima società. Questa relazione può essere approssimata tramite una regressione dei dati riguardanti il ROAE ed il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto per un campione significativo di società. Calcolati i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, essi possono essere applicati al ROAE prospettico ed al patrimonio netto delle società oggetto della valutazione per derivarne il valore teorico di mercato.

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

- a. determinazione del campione di società su cui effettuare l'analisi di regressione;

- b. determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per il ROAE;
- c. calcolo del ROAE e del rapporto prezzo/patrimonio netto per le società incluse nel campione;
- d. scelta del tipo di regressione statistica da applicare;
- e. determinazione del ROAE e del patrimonio netto delle società oggetto di valutazione;
- f. applicazione, se statisticamente significativi, dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione di un valore di mercato teorico per la società oggetto di valutazione.

Metodo delle transazioni comparabili

Tale metodologia prevede che la valutazione del capitale economico di una società si attua prendendo in considerazione i moltiplicatori riferibili a transazioni ritenute comparabili all'operazione in oggetto.

In particolare, il metodo dell'analisi dei prezzi pagati in operazioni comparabili si articola nelle seguenti fasi:

- a. raccolta dei dati relativi ad operazioni, aventi ad oggetto il trasferimento di entità societarie, che presentano caratteristiche simili all'operazione oggetto di valutazione;
- b. determinazione dei multipli sulla base del prezzo pagato e di alcune grandezze reddituali e patrimoniali di riferimento;
- c. applicazione dei suddetti multipli alla società oggetto della valutazione.

4.c I metodi di valutazione adottati dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI

Gli amministratori di Sanpaolo IMI, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, hanno fatto riferimento al lavoro dei propri consulenti i quali, pur avendo adottato approcci indipendenti nell'applicazione delle metodologie di valutazione, sono pervenuti a conclusioni analoghe.

4.c.i) I metodi adottati per la valutazione di Sanpaolo IMI

Sulla scorta di quanto evidenziato ai precedenti paragrafi 4.a e 4.b, gli amministratori ed i Consulenti di Sanpaolo IMI, componendo in modo ragionato gli esiti derivanti dall'applicazione delle diverse metodologie, hanno privilegiato il criterio delle quotazioni di Borsa che porta ad individuare un valore del capitale economico della società, pari a 9,27 euro per azione, come di seguito indicato:

Valore del capitale economico di Sanpaolo IMI

Valore per azione <i>cum dividendo</i> (in €)	A	9,6573
Dividendo deliberato	B	0,3900
Valore per azione <i>ex cedola</i> (in €)	$C = A - B$	9,2673
Numero totale azioni (ordinarie e privilegiate)	D	1.837.166.000
Valore del capitale economico (in € milioni)	$E = C \times D$	17.026

Tenendo conto che l'Assemblea degli azionisti di Sanpaolo IMI ha già approvato la distribuzione del dividendo pari a 0,39 euro per azione, messo in pagamento prima della prevista data di efficacia della scissione, le quotazioni di Borsa prese a riferimento per il calcolo del valore economico di Sanpaolo IMI sono state rettificare per il valore del dividendo deliberato.

Nella determinazione del valore del capitale economico di Sanpaolo IMI, le azioni privilegiate, tenendo conto delle loro caratteristiche, sono state trattate dai Consulenti di Sanpaolo IMI come azioni ordinarie.

• Metodo delle quotazioni di Borsa

Gli amministratori e i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno privilegiato il criterio delle quotazioni di Borsa per la valutazione di Sanpaolo IMI, ritenendo che la capitalizzazione di mercato del titolo Sanpaolo IMI sia rappresentativa del suo valore economico, in quanto:

- la società si colloca fra le trenta società a maggiore capitalizzazione della Borsa Italiana;
- gli elevati volumi scambiati giornalmente evidenziano la notevole liquidità del titolo;
- i principali intermediari finanziari italiani ed internazionali pubblicano regolarmente documenti di ricerca sulla società, contribuendo alla diffusione di informazioni ed analisi necessarie affinché i prezzi di mercato riflettano adeguatamente la situazione economica e finanziaria e il profilo di rischio della banca.

Il criterio delle quotazioni di Borsa è stato, inoltre, privilegiato, attese anche le seguenti considerazioni:

- gli azionisti di Banca Fideuram diversi da Sanpaolo IMI riceveranno azioni ordinarie di Sanpaolo IMI che, in virtù dell'elevato numero di contrattazioni osservate quotidianamente sul mercato, risultano immediatamente convertibili in cassa;
- si è, inoltre, tenuto conto della sostanziale coerenza dei risultati derivanti dalle analisi condotte secondo le altre metodologie indicate nel paragrafo 4.b.

Per quanto concerne le modalità di applicazione del metodo, al fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative e, allo stesso tempo, per riflettere le informazioni dei prezzi ufficiali rese disponibili al mercato nei periodi più recenti, gli amministratori ed i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno fatto riferimento alla media dei prezzi dell'ultimo mese.

Riportiamo di seguito una più puntuale descrizione degli altri metodi a cui gli amministratori e i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno fatto riferimento nell'ambito della valutazione del suo capitale economico, fornendo indicazioni circa i principali dati e parametri di mercato utilizzati e le principali considerazioni svolte dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI.

- **Metodo dei flussi di dividendi attualizzati nella variante "Excess Capital"**

I Consulenti di Sanpaolo IMI hanno evidenziato come l'applicazione di tale criterio possa determinare una stima del capitale economico significativamente diversa da quanto risultante dall'applicazione delle altre metodologie valutative, in quanto una componente significativa delle valorizzazioni ottenute è rappresentata dai flussi prospettici di dividendi generati oltre l'orizzonte temporale dei piani della banca oggetto di valutazione e, quindi, necessariamente apprezzabili in modo soggettivo.

Al fine di calcolare il dividendo massimo distribuibile necessario all'applicazione del metodo, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività della banca; in particolare, JP Morgan ha quantificato il coefficiente *Tier 1* pari al 7,0%, mentre Goldman Sachs ha utilizzato un coefficiente *Tier 1* pari al 7,5%.

Relativamente agli orizzonti temporali espliciti per la determinazione dei flussi, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno ritenuto opportuno estendere le previsioni economiche oltre il periodo 2004 –2005 indicato dal management; pertanto, sono state sviluppate delle specifiche previsioni di crescita, tenendo conto delle caratteristiche di Sanpaolo IMI.

I Consulenti di Sanpaolo IMI hanno calcolato il valore della società oltre il periodo di previsione esplicita (*terminal value*), mediante l'applicazione, sia di un multiplo al valore degli utili netti relativi all'ultimo anno di previsione esplicita sia attraverso l'attualizzazione in ipotesi di proiezione perpetua degli stessi utili attraverso la formula di Gordon (con un tasso di crescita di lungo periodo compreso tra il 2,0% ed il 2,5%).

Il tasso di attualizzazione è stato ricavato seguendo il Capital Asset Pricing Model ed è risultato essere pari al 10,00% per Goldman Sachs e pari al 10,06% per JP Morgan. La data di riferimento per l'attualizzazione dei flussi finanziari è il 18 maggio 2004.

- **Metodo dei multipli di mercato**

Il campione utilizzato è stato selezionato nell'ambito di un gruppo di banche italiane confrontabili per caratteristiche e dimensione, individuate all'interno del mercato domestico. In particolare, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno ritenuto che le caratteristiche più significative per la selezione delle società comparabili fossero costituite dalla classe dimensionale, dalla nazione di appartenenza e dalla copertura territoriale.

Il multiplo utilizzato nell'ambito del metodo di valutazione è stato il rapporto Prezzo/Utili (di seguito, "P/U") per il periodo 2004-2005 e il rapporto Prezzo/Patrimonio Netto¹ (di seguito, "P/PN") per il periodo 2003. Con riferimento ai dati relativi a Sanpaolo IMI ed alle banche che compongono il campione di confronto, sono stati utilizzati per l'esercizio 2003 i dati pubblicati dalle società stesse e per gli esercizi 2004 e 2005 sono state prese in considerazione le proiezioni del management, per quanto riguarda Sanpaolo IMI e le stime dell'Institutional Brokers Estimate Systems (di seguito, "IBES"), per quanto riguarda le banche facenti parte del campione di riferimento.

Sulla base delle considerazioni circa la classe dimensionale, la nazione di appartenenza e la copertura territoriale, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno definito il seguente campione di banche omogenee:

- Banca Intesa;
- Banca Monte dei Paschi di Siena;
- BNL;
- Capitalia;
- Unicredito Italiano.

Non si è ritenuto opportuno inserire aziende straniere nel campione, a causa della scarsa comparabilità dovuta a profili di redditività diversi da quelli delle aziende italiane, a causa delle differenti strutture legali, fiscali, contabili e di vigilanza del mercato italiano rispetto ai mercati stranieri.

¹ Multiplo utilizzato solo da Goldman Sachs.

- **Metodo della analisi di regressione**

I consulenti di Sanpaolo IMI hanno selezionato un campione composto da un significativo numero di banche italiane quotate con capitalizzazione di mercato e liquidità tali da rendere significativa l'analisi svolta, anche in considerazione delle caratteristiche del sistema bancario italiano. Anche nell'applicazione di questo metodo, non si è ritenuto opportuno inserire aziende straniere nel campione, a causa della scarsa comparabilità dovuta a profili di redditività diversi da quelli delle aziende italiane, dovuti alle differenti strutture legali, fiscali, contabili e di vigilanza del mercato italiano rispetto ai mercati stranieri.

Ai fini dell'analisi è stato utilizzato un ROAE prospettico 2004 e 2005, calcolato come rapporto tra utili attesi nel 2004 e nel 2005 e patrimonio atteso per ciascun periodo. I dati utilizzati per il calcolo del ROAE prospettico e del rapporto P/PN delle società incluse nel campione sono stati basati sulle stime fornite da IBES. La regressione applicata al campione è stata di tipo lineare secondo l'equazione:

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

dove "a" esprime l'intercetta e "b" il coefficiente angolare della retta di regressione.

I Consulenti di Sanpaolo IMI hanno ritenuto la relazione statistica ottenuta di un livello di significatività soddisfacente e tale da poter applicare i parametri della stessa alle grandezze patrimoniali e reddituali della banca ai fini di derivarne un valore di mercato teorico.

4.c.ii) I metodi adottati per la valutazione del Compendio scisso

Sulla base dei metodi di valutazione, descritti al precedente paragrafo 4.a e 4.b, la cui applicazione è oggetto di specifica illustrazione nel prosieguo, gli amministratori ed i Consulenti Sanpaolo IMI, previa analisi ragionata degli esiti derivanti dall'applicazione delle diverse metodologie, hanno privilegiato il criterio dell'Appraisal Value individuando l'intervallo di valori del capitale economico del Compendio scisso come segue:

Valore del capitale economico del Compendio scisso*

<i>€ milioni</i>	Minimo	Massimo
JP Morgan		
Appraisal Value	638,2	719,7**
Goldman Sachs		
Appraisal Value	627,5	732,8**

* Pari al 99,8% del capitale di Fideuram Vita.

** Include il valore delle sinergie attese stimate

JP Morgan e Goldman Sachs hanno utilizzato, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, l'intervallo di valori condiviso compreso tra 638 e 720 milioni di euro.

- **Metodo dell'Appraisal Value**

Nella fattispecie in esame, gli amministratori ed i Consulenti di Sanpaolo IMI, ai fini della determinazione del valore del Portafoglio in essere al 31 dicembre 2003 e del valore della Nuova Produzione relativo agli esercizi 2003 e 2004, si sono basati sugli accordi commissionali attualmente in vigore con la rete di distribuzione e con la società di gestione delle attività sottostanti le polizze.

Per quel che riguarda, invece, la determinazione del valore della nuova produzione a partire dall'esercizio 2005, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno tenuto conto dei principali termini economici concordati da Sanpaolo IMI e Banca Fideuram per quanto riguarda la promozione e la distribuzione dei prodotti del polo assicurativo Sanpaolo IMI di nuova costituzione, con efficacia dal 1° gennaio 2005.

Si è inoltre tenuto conto dell'impatto attribuibile alla nuova produzione derivante, sia dalla "migrazione" da prodotti di risparmio gestito a polizze unit linked, sia dalla "trasformazione" di parte del portafoglio da polizze tradizionali a polizze unit linked.

Nella determinazione del valore economico del Compendio scisso, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno fatto riferimento al rapporto Tillinghast per quanto riguarda sia il valore intrinseco al 31 dicembre 2003, sia il valore della nuova produzione relativo all'esercizio 2003 ed agli esercizi inclusi nel piano redatto e sviluppato su ipotesi condivise da Sanpaolo IMI e Banca Fideuram, per gli esercizi 2004-2006.

Inoltre, i Consulenti di Sanpaolo IMI nell'applicazione della metodologia, hanno fatto riferimento al rapporto Tillinghast su Fideuram Assicurazioni, per quanto riguarda sia il valore del Portafoglio in essere al 31 dicembre 2003, sia il valore dell'avviamento stimato sulla base di ipotesi elaborate da Fideuram Vita.

I Consulenti di Sanpaolo IMI hanno, inoltre, analizzato il valore dei benefici economici netti che potrebbero derivare dalle sinergie generate dal progetto di riorganizzazione e razionalizzazione delle attività assicurative del Gruppo Sanpaolo IMI, adottando come riferimento per l'analisi i risultati e le verifiche condotte dal Consulente Industriale di Sanpaolo IMI.

- **Metodo dei multipli di mercato**

Le peculiarità operative e strutturali di Fideuram Vita, la mancanza di una rete autonoma di distribuzione, la natura "captive" della sua attività e le condizioni contrattuali previste negli accordi di distribuzione, rendono particolarmente difficile la scelta di un adeguato campione di società comparabili per l'applicazione del metodo dei multipli.

I Consulenti di Sanpaolo IMI hanno evidenziato come, non essendo riscontrabili sul mercato società assicurative significativamente comparabili con Fideuram Vita, sia stato necessario utilizzare, quale criterio di selezione del campione, la nazione di appartenenza ed il mix di prodotto. Ai fini dell'allargamento del campione, sono state considerate anche società europee straniere, in quanto maggiormente comparabili dal punto di vista del mix di prodotto.

Di seguito riportiamo i campioni di società comparabili utilizzati dai Consulenti di Sanpaolo IMI per valutare Fideuram Vita:

JP Morgan	Goldman Sachs
Alleanza Assicurazioni (It) Assicurazioni Generali (It) Cattolica Assicurazioni (It) Fondiaria-Sai (It) Ras (It) Unipol (It) CNP (Fr)	Alleanza Assicurazioni (It) Assicurazioni Generali (It) Ras (It) CNP (Fr) Friends Provident (UK) Irish Life & Permanent (Ir) Legal and General (UK) Prudential (UK)

Sulla base delle caratteristiche del settore assicurativo e della prassi di mercato, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno utilizzato il rapporto P/U ed il rapporto Prezzo/Valore Intrinseco ("P/EV").

Con riferimento ai dati relativi alle società assicurative che compongono il campione di confronto, sono stati utilizzati, come fonti degli utili netti e dividendi riferiti all'esercizio 2003, i dati pubblicati dalle società stesse e, per i dati relativi al 2004 e 2005, sono state prese in considerazione le proiezioni del management, per quanto riguarda Fideuram Vita e le stime IBES per quanto riguarda le società di assicurazioni facenti parte del campione di riferimento.

I multipli sono stati applicati ai valori degli utili netti 2004 e 2005 ed al Valore Intrinseco di Fideuram Vita.

- **Metodo delle transazioni comparabili**

La valutazione del capitale economico del Compendio scisso è stata effettuata prendendo in considerazione i moltiplicatori riferibili ad un numero di acquisizioni di quote partecipative in compagnie assicurative del ramo vita perfezionate nel recente passato nel mercato italiano assicurativo.

In particolare, riportiamo le transazioni prese in considerazione, rispettivamente, da JP Morgan e da Goldman Sachs:

JP Morgan		
Data	Acquirente	Società target
Luglio 2003	Capitalia	Romavita
Luglio 2003	Sanpaolo IMI	Noricum Vita
Dicembre 2002	Banca Intesa	Intesa Vita (già Carivita)
Luglio 2001	BMPS	Montepaschi Vita
Ottobre 2000	Unipol	BNL Vita

Goldman Sachs		
Data	Acquirente	Società target
Dicembre 2003	New Intesa Vita	Assiba, Intesa Vita, Alleanza Vita
Luglio 2003	Cisalпина Previdenza*	Roma Vita
Luglio 2003	Sanpaolo IMI	Noricum Vita
Giugno 2003	Unipol	Winterthur Italia
Marzo 2003	Gruppo De Agostini	Toro Assicurazioni
Dicembre 2002	Intesa BCI	Carivita
Maggio 2002	SAI	La Fondiaria
Luglio 2001	BMPS	Montepaschi Vita
Ottobre 2000	Unipol	BNL Vita
Maggio 2000	Fiat	Toro Assicurazioni
Settembre 1999	Generali	INA

* Gruppo Capitalia

4.c.iii) Considerazioni finali

Le tabelle di seguito evidenziano i valori per la determinazione dei rapporti di cambio, così come indicati dai Consulenti di Sanpaolo IMI:

Sanpaolo IMI

Valore per azione (€)	Numero totale di azioni di Sanpaolo IMI	Valore del capitale economico (€ milioni)
9,2673	1.837.166.000	17.026

Come già indicato al paragrafo 4.c.i, nella determinazione del valore del capitale economico di Sanpaolo IMI, le azioni privilegiate, tenendo conto delle loro caratteristiche, sono state trattate dai Consulenti di Sanpaolo IMI come azioni ordinarie.

Compendio scisso

Valori del capitale economico (€ milioni)	Numero di azioni di Banca Fideuram	Valori per azione (€)
638 – 720*	980.290.564	0,6510 – 0,7342

(*) Valore del compendio scisso inclusivo dei benefici economici attesi

Determinazione dei rapporti di cambio

		Valore per azione Sanpaolo IMI
Valore per azione Banca Fideuram		€ 9,2673
Minimo	€ 0,6510	0,07025
Massimo	€ 0,7342	0,07923

I Consulenti di Sanpaolo IMI hanno individuato, all'interno dell'intervallo di valori sopra individuati, il rapporto di cambio pari a 0,07470; tale conclusione è stata condivisa dagli amministratori di Sanpaolo IMI, che hanno fatto propri, pertanto, sia i metodi che i risultati di tali analisi.

4.d I metodi di valutazione adottati dagli amministratori e dal Consulente di Banca Fideuram

Riportiamo, per completezza di informativa, anche i risultati ottenuti ed i criteri di valutazione utilizzati dagli amministratori e dal Consulente di Banca Fideuram, con specifico riferimento al processo valutativo finalizzato alla determinazione del valore del capitale economico di Sanpaolo IMI e del Compendio scisso.

Valore del capitale economico di Sanpaolo IMI

Ai fini della valutazione del capitale economico di Sanpaolo IMI, il Consulente di Banca Fideuram ha utilizzato il metodo delle quotazione di Borsa come metodo principale.

Tale metodo applicato, così come illustrato precedentemente nel paragrafo 4.b, ha portato ai seguenti valori:

Valore per azione <i>cum dividendo</i> (in €)	A	9,6573
Dividendo deliberato	B	0,3900
Valore per azione <i>ex cedola</i> (in €)	C = A-B	9,2673
Numero totale azioni (ordinarie e privilegiate)	D	1.837.166.000
Valore del capitale economico (in € milioni)	E = CxD	17.026

E' stato, inoltre, applicato, quale metodo di controllo, il criterio dei multipli di mercato che non ha portato, secondo le valutazioni del Consulente di Banca Fideuram, a risultati sostanzialmente differenti rispetto a quelli ottenuti attraverso l'utilizzo del metodo delle quotazioni di Borsa.

Valore del capitale economico del Compendio scisso

Ai fini della valutazione del capitale economico del Compendio Scisso, il Consulente di Banca Fideuram ha utilizzato:

- l'Appraisal Value come metodo principale;
- il metodo delle transazioni comparabili come metodo di controllo.

I metodi applicati, così come illustrati precedentemente nel paragrafo 4.b, hanno portato ai seguenti valori:

<i>€ milioni</i>	Minimo	Massimo
Appraisal Value	654	703
Metodo delle transazioni comparabili	603	724

Alla luce di tali valutazioni, gli amministratori ed il Consulente di Banca Fideuram ha individuato un intervallo per il rapporto di cambio pari a 0,0720 – 0,0774 azioni ordinarie Sanpaolo IMI per una azione Banca Fideuram.

5 DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI E DAI CONSULENTI DI SANPAOLO IMI

I seguenti limiti e difficoltà di valutazione sono state evidenziate dai Consulenti di Sanpaolo IMI e, conseguentemente, fatti propri dagli amministratori, che hanno condiviso l'iter valutativo dei propri Consulenti sia sotto il profilo metodologico che dei risultati ottenuti.

- **Le diverse caratteristiche delle attività svolte da Sanpaolo IMI e da Fideuram Vita**

Sanpaolo IMI e Fideuram Vita rappresentano entità con caratteristiche specifiche differenti e, pertanto, le metodologie valutative più appropriate alle due entità sono necessariamente divergenti. Sanpaolo IMI rappresenta un gruppo bancario polifunzionale le cui azioni sono rappresentate da titoli quotati sul MIB30 ed altamente liquidi, che include tra le sue aree d'affari anche il business assicurativo; Fideuram Vita è una compagnia assicurativa “captive”, essenzialmente “monobusiness”.

- **La volatilità dei mercati**

Nell'ambito di metodologie di valutazione basate su prezzi di mercato, nella fattispecie utilizzata per la valutazione di Sanpaolo IMI, occorre tenere presente il limite implicito rappresentato dalla volatilità dei mercati azionari, ancorché parzialmente neutralizzata dalla considerazione di medie di quotazioni su periodi temporali ritenuti appropriati allo scopo.

- **L'assenza di società del tutto comparabili a Fideuram Vita ai fini della applicazione del criterio dei multipli di mercato**

Ai fini dell'applicazione del criterio dei multipli di mercato rilevati attraverso transazioni comparabili, è necessario rivolgere l'attenzione verso quelle operazioni che abbiano in comune con quella oggetto di analisi alcuni elementi giudicati significativi, quali, a titolo esemplificativo, il modello di business, la classe dimensionale, la redditività della società oggetto di analisi, nonché le caratteristiche economico-tecniche dell'operazione. Nella fattispecie, con riferimento al Compendio scisso e alle caratteristiche dell'operazione, i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno riscontrato difficoltà nell'individuazione di recenti transazioni di mercato strettamente comparabili.

- **L'incertezza relativa alla prevedibilità della performance operativa e reddituale futura del Compendio scisso**

Le metodologie di valutazione adottate si basano, in misura più o meno rilevante, su previsioni relative agli esercizi futuri che, per loro natura, contengono elementi di incertezza, attesa la particolare sensibilità del settore finanziario alle variabili macroeconomiche e, con specifico riferimento alla performance operativa e reddituale futura del Compendio scisso, attesa la sua particolare natura di società prodotta “captive” che, per effetto del riassetto societario in atto, ivi inclusa la modifica degli accordi contrattuali in essere, si troverà ad operare in un contesto differente rispetto a quello attuale.

- **Le limitazioni caratterizzanti la valutazione attuariale eseguita da Tillinghast**

La valutazione attuariale di Tillinghast sul Compendio scisso è caratterizzata dalle limitazioni tipiche di un processo valutativo di tipo attuariale, legate principalmente alla necessità di formulare numerose ipotesi riguardanti l'andamento del settore di riferimento, le condizioni economiche ed operative e, in genere, altri fattori non controllabili dalle società oggetto di analisi, nonché all'utilizzo di dati e informazioni fornite dalla società stessa.

6 RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

Sulla base dell'applicazione dei metodi valutativi descritti nel precedente paragrafo 4.b, nonché di un'analisi ragionata dei risultati ottenuti mediante l'applicazione delle diverse metodologie prescelte, dettagliata nel precedente paragrafo 4.c, gli amministratori di Sanpaolo IMI sono addivenuti alla determinazione del seguente rapporto di cambio:

0,07470 azioni ordinarie Sanpaolo IMI per una azione Banca Fideuram

7 LAVORO SVOLTO

7 a) Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

- i)** Come già indicato, il bilancio d'esercizio, individuale e consolidato, al 31 dicembre 2003 di Sanpaolo IMI, il bilancio d'esercizio, individuale e consolidato, al 31 dicembre 2003 di Banca Fideuram e il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2003 di Fideuram Vita sono stati da noi assoggettati a revisione contabile, ai sensi della vigente normativa di riferimento.
- ii)** Considerato che i metodi di valutazione utilizzati dagli amministratori, avendo condiviso e fatto proprie le considerazioni valutative e le indicazioni dei propri Consulenti, assumono come base di riferimento anche i Budget 2004 e le proiezioni future di Sanpaolo IMI e di Fideuram Vita, così come approvati dai rispettivi organi competenti, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la direzione di Sanpaolo IMI e di Fideuram Vita i criteri utilizzati per la loro redazione.
- iii)** Abbiamo raccolto, attraverso discussioni con le direzioni di Sanpaolo IMI, di Banca Fideuram e di Fideuram Vita, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle situazioni patrimoniali incluse nei bilanci sopra menzionati che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

- iv) Abbiamo esaminato la perizia di stima del valore corrente dei beni immobili di Fideuram Vita, utilizzata dai Consulenti di Sanpaolo IMI, con lo scopo di valutare l'indipendenza del perito e rilevare la ragionevolezza dei criteri utilizzati.
- v) Abbiamo esaminato le valutazioni attuariali predisposte da Tillinghast su Fideuram Vita e Fideuram Assicurazioni, con lo scopo di valutare l'indipendenza del perito e rilevare la ragionevolezza dei criteri utilizzati, nonché la coerenza dei dati e delle informazioni utilizzate con quanto riportato nei bilanci delle stesse società.
- vi) Abbiamo esaminato le considerazioni valutative svolte dal Consulente Industriale di Sanpaolo IMI al fine di analizzare le modalità di determinazione dei benefici economici netti attesi, di cui si è tenuto conto nella valutazione del Compendio scisso.
- vii) Abbiamo ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, alla data della presente relazione, non sono maturate situazioni modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione e dai Consulenti di Sanpaolo IMI per la determinazione del rapporto di cambio.

7.b) Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- analizzato il progetto di fusione approvato dai Consigli di Amministrazione di Sanpaolo IMI e di Banca Fideuram;
- analizzato le relazioni dei Consigli di Amministrazione di Sanpaolo IMI e di Banca Fideuram;
- verificato la completezza e la non contraddittorietà dei procedimenti seguiti e delle motivazioni addotte dagli amministratori delle Banche e dai Consulenti nella determinazione dei rapporti di cambio;
- verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme, compatibilmente con gli elementi caratteristici di Sanpaolo IMI e del Compendio scisso;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori e dai Consulenti, in particolare, con l'obiettivo di verificare quanto i rapporti di cambio siano influenzabili da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 3;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori, condividendo e facendo proprie le considerazioni valutative e le indicazioni dei loro Consulenti;

- analizzato e discusso con i Consulenti delle Banche il lavoro da loro complessivamente svolto, le risultanze dello stesso e le correlate motivazioni e giustificazioni;
- analizzato e discusso con Tillinghast le valutazioni attuariali utilizzate quale base per l'applicazione delle metodologie di valutazione di Fideuram Vita e Fideuram Assicurazioni.

8 COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della scissione, effettuata attraverso l'applicazione di appropriati criteri ai fini della determinazione del rapporto di cambio; stima, pertanto, non utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati sono le seguenti:

- **L'approccio metodologico complessivo**

I metodi proposti dai Consulenti ed adottati dagli amministratori delle Banche sono quelli comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale, sia in ambito internazionale, nel contesto, rispettivamente, delle valutazioni di realtà bancarie e assicurative; in particolare, alla luce delle caratteristiche specifiche delle società oggetto di valutazione, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, è stata identificata per ciascuna società la metodologia valutativa ritenuta più appropriata. Sotto diverso profilo, la pluralità di metodologie prescelte e la complementarità dei criteri applicati ha reso maggiormente significativo il processo valutativo e ha consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti.

- **L'enfasi sul metodo delle quotazioni di Borsa per la valutazione di Sanpaolo IMI**

Si è ritenuto di condividere la scelta del metodo delle quotazioni di Borsa per la valutazione di Sanpaolo IMI effettuata dagli amministratori e dai Consulenti delle Banche, considerando la capitalizzazione di mercato del titolo rappresentativa del suo valore economico, atteso, in particolare, la sua collocazione tra le trenta società a maggiore capitalizzazione quotate nella Borsa Italiana, gli elevati volumi scambiati giornalmente, nonché la disponibilità di informazioni ed analisi pubblicamente disponibili.

A ulteriore supporto della condivisione di tale scelta, si sottolinea che le azioni ordinarie Sanpaolo IMI rappresentano, di fatto, lo strumento di pagamento utilizzato per l'operazione di scissione e, di conseguenza, il loro valore di mercato può appropriatamente rappresentare un prezzo corrente dell'operazione.

Nell'ambito delle analisi di sensitività svolte, abbiamo tenuto conto di ulteriori intervalli temporali rispetto a quelli indicati dagli amministratori e dai Consulenti delle Banche, anche al fine di tener conto dell'andamento delle quotazioni di Borsa di Sanpaolo IMI nel periodo compreso tra la data delle relazioni predisposte da questi ultimi e la data di emissione della nostra relazione.

- **L'enfasi sul metodo dell'Appraisal Value per la valutazione del Compendio scisso**

Si è ritenuto di condividere, alla luce delle caratteristiche specifiche del Compendio scisso, la scelta del criterio dell'Appraisal Value, effettuata dagli amministratori e dai Consulenti delle Banche, come la metodologia valutativa ritenuta più appropriata nelle circostanze.

Tale scelta è stata dettata dai seguenti elementi, risultanti dalle analisi svolte dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI, che hanno reso inappropriato, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, l'utilizzo delle altre metodologie prese in considerazione:

- l'inesistenza sul mercato di società quotate strettamente comparabili con il Compendio scisso, atteso, in particolare, il fatto che la redditività dello stesso è necessariamente influenzata dalla sua natura di entità "captive", priva di una rete distributiva propria;
- le difficoltà di individuazione di transazioni effettivamente comparabili, attese le specificità dell'operazione e delle società oggetto di analisi.

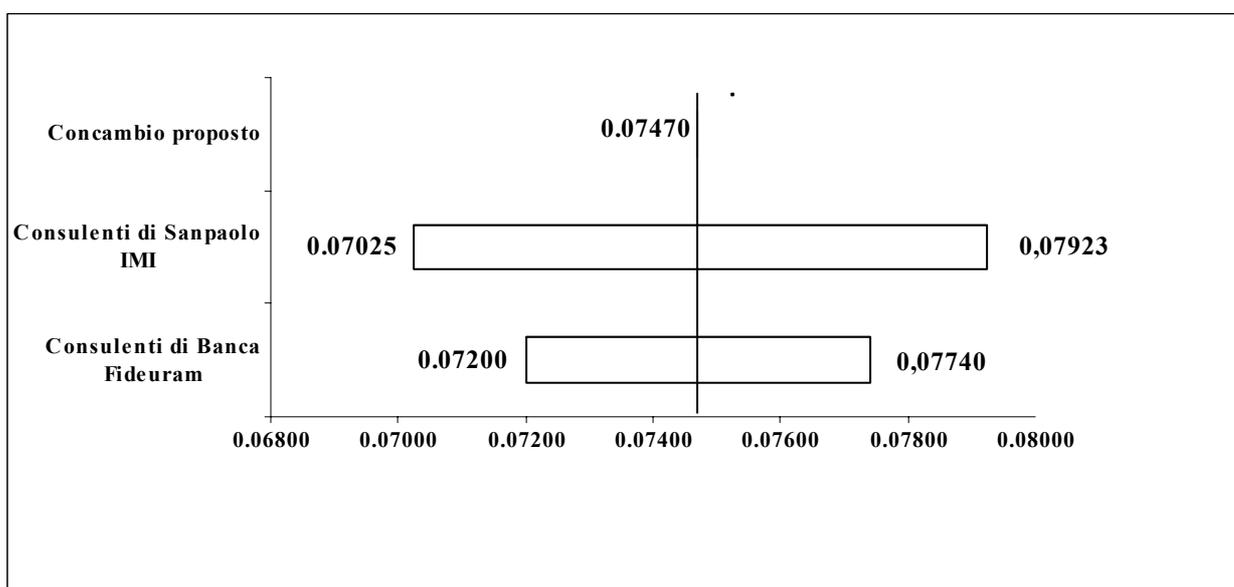
- **Alcune considerazioni sugli altri metodi di valutazione cui gli amministratori e i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno fatto riferimento**

Le analisi condotte dagli amministratori e dai Consulenti di Sanpaolo IMI secondo le altre metodologie valutative prese in considerazione per la valutazione di Sanpaolo IMI, differenti dalle quotazioni di Borsa, hanno portato gli amministratori e i Consulenti di Sanpaolo IMI a risultati sostanzialmente coerenti con quelli determinati applicando il criterio delle quotazioni di Borsa.

Le analisi da essi condotte sui risultati delle altre metodologie valutative prese in considerazione per la valutazione del Compendio scisso, differenti da quella dell'Appraisal Value, hanno confermato l'adequatezza circa la scelta del metodo privilegiato.

- **Considerazioni finali sugli intervalli di rapporti di cambio individuati dagli amministratori e dai Consulenti delle Banche**

Attraverso l'applicazione dei metodi illustrati al paragrafo 4 e, in particolare, del criterio delle quotazioni di Borsa per la valutazione di Sanpaolo IMI e del criterio dell'Appraisal Value per la valutazione del Compendio scisso, gli amministratori e i Consulenti delle Banche sono giunti alla determinazione di un intervallo di rapporti di cambio condiviso, rappresentato dall'area di sovrapposizione tra i singoli intervalli individuati dagli stessi Consulenti, come sintetizzato graficamente nella tabella che segue:



Il rapporto di cambio individuato dagli amministratori e dai Consulenti delle Banche rappresenta, pertanto, un valore prossimo al valore mediano ricompreso nell'intervallo sopra rappresentato.

9 LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

Abbiamo condiviso le difficoltà e peculiarità delle valutazioni riportate nel precedente paragrafo 5, incontrando problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi; di seguito vengono specificati alcuni aspetti meritevoli di attenzione:

- **Disomogeneità delle entità oggetto di valutazione**

Sanpaolo IMI e Fideuram Vita sono entità appartenenti a settori industriali differenti, nella fattispecie il settore bancario e il settore assicurativo, con apprezzabili differenze in termini di dimensione, struttura e di liquidità dei titoli azionari. Le differenti caratteristiche di

Sanpaolo IMI e del Compendio scisso sono state oggetto di approfondita considerazione, tenendo conto, in particolare, dei possibili riflessi, sia in termini di scelta dei metodi di valutazione, sia di analisi richieste dalle specificità delle entità in questione.

- **Limiti insiti nei dati previsionali ed attuariali**

Le metodologie di valutazione adottate e, in particolare, quella dell'attualizzazione dei dividendi, si basano su previsioni relative agli esercizi futuri che, per loro natura, contengono elementi di incertezza, attesa la particolare sensibilità del settore finanziario alle variabili macroeconomiche. Tale difficoltà risulta mitigata dall'identificazione, per Sanpaolo IMI, del criterio delle quotazioni di Borsa quale metodologia ritenuta più appropriata.

Per quanto concerne la valutazione del Compendio scisso, l'individuazione del criterio dell'Appraisal Value come metodo di valutazione privilegiato, rende valida quest'ultima considerazione nella misura in cui le ipotesi attuariali sottostanti l'applicazione di tale criterio non si traducano nuovamente nel ricorso a dati previsionali e rappresentano la risultante di considerazioni valutative con elevato grado di soggettività.

- **Determinazione delle sinergie derivanti dal processo di riorganizzazione del comparto assicurativo**

Gli amministratori e i Consulenti di Sanpaolo IMI hanno considerato i potenziali benefici economici, al netto degli oneri di riorganizzazione, che si origineranno dalle sinergie attese derivanti dal processo di riorganizzazione del comparto assicurativo, così come apprezzate dalle analisi svolte dal Consulente Industriale.

La determinazione di tali benefici si basa su ipotesi e previsioni che, per loro natura, contengono elementi di incertezza.

- **Complessità delle metodologie applicate e sensibilità dei parametri applicativi**

I metodi di valutazione presi in considerazione dai Consulenti di Sanpaolo IMI, condivisi e fatti propri dagli amministratori, hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso che ha comportato, in particolare, il ricorso ad una pluralità di parametri nell'ambito di differenti scenari valutativi, l'adattamento dei parametri individuati inclusa l'identificazione di specifici fattori correttivi e la sensibilità dei risultati alle ipotesi di lavoro formulate.

10 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di cambio contenuto nel progetto di scissione.

Torino, 25 maggio 2004

PricewaterhouseCoopers SpA

Sergio Duca
(Revisore contabile)

10 CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei loro Consulenti, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del rapporto di cambio contenuto nel progetto di scissione.

Torino, 25 maggio 2004

PricewaterhouseCoopers SpA



Sergio Duca
(Revisore contabile)