

**Relazione di stima dei rapporti di cambio
redatta dal Prof. A. Provasoli e
dagli advisor Lazard & C. e Mediobanca e
successivi aggiornamenti**

RELAZIONE DI STIMA DEL RAPPORTO DI CAMBIO
NELLA FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
BANCA COMMERCIALE ITALIANA S.P.A.
IN BANCA INTESA S.P.A.

INDICE

	<u>Pagine</u>
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 e documentazione considerata.</u>	6
2. <u>I CRITERI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.</u>	9
2.1. <u>Profili generali della stima.</u>	9
2.2. <u>Il criterio di valutazione principale.</u>	15
2.3. <u>I criteri di valutazione di controllo.</u>	17
2.3.1. <u>Il criterio patrimoniale complesso.</u>	17
2.3.2. <u>Il criterio reddituale.</u>	18
2.3.3. <u>Il criterio dei multipli di Borsa.</u>	19
2.3.4. <u>Il criterio della regressione lineare.</u>	20
2.3.5. <u>Il criterio delle quotazioni di Borsa.</u>	20
2.3.6. <u>Il criterio delle contribuzioni.</u>	21
3. <u>L'APPLICAZIONE DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE PRINCIPALE.</u>	22
3.1. <u>Il patrimonio netto rettificato (K).</u>	22
3.2. <u>Il valore della raccolta (I).</u>	24
3.3. <u>Il reddito medio-normale atteso (R).</u>	26
3.4. <u>I tassi e l'orizzonte temporale di riferimento (i, i' ed n).</u>	29
4. <u>L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE DI CONTROLLO.</u>	29
4.1. <u>Il criterio patrimoniale complesso.</u>	29
4.2. <u>Il criterio reddituale.</u>	30

4.3.	<u>Il criterio dei multipli di Borsa.</u>	31
4.4.	<u>Il criterio della regressione lineare.</u>	36
4.5.	<u>Il criterio delle quotazioni di Borsa.</u>	39
4.6.	<u>Il criterio delle contribuzioni.</u>	40
5.	<u>LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.</u>	41
5.1.	<u>Capitale e numero di azioni di Intesa e di Comit.</u>	41
5.2.	<u>Valori complessivi, unitari e rapporti di cambio.</u>	44
5.2.1.	I risultati dell'applicazione del criterio principale.	44
5.2.2.	I risultati dell'applicazione dei criteri di controllo.	46
5.2.2.1.	Il criterio patrimoniale complesso.	46
5.2.2.2.	Il criterio reddituale.	47
5.2.2.3.	Il criterio dei multipli di Borsa.	48
5.2.2.4.	Il criterio della regressione lineare.	48
5.2.2.5.	Il criterio delle quotazioni di Borsa.	49
5.2.2.6.	Il criterio delle contribuzioni.	50
5.3.	<u>L'analisi di sensitività.</u>	51
5.4.	<u>Le principali difficoltà di valutazione.</u>	51
6.	<u>CONCLUSIONI.</u>	53

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 Banca Commerciale Italiana S.p.A. (nel seguito Comit), 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 Comit 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 esperti designati dal Presidente del Tribunale di Milano, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, ultimo comma, cod. civ. La presente relazione si propone pertanto anche di mettere a disposizione 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 stesse 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 di risparmio di Comit con azioni ordinarie di Intesa. Ciò in considerazione del fatto che da tempo le quotazioni delle azioni di risparmio di Comit espresse dal mercato borsistico sono sostanzialmente allineate con quelle delle azioni ordinarie. Inoltre, si rileva come le azioni di risparmio rappresentino in Comit una frazione trascurabile dell'intero capitale sociale. Pertanto, in ragione delle considerazioni dianzi esposte, ai fini della formulazione del rapporto di cambio funzionale alla presente operazione di fusione, le azioni di risparmio Comit sono equiparate a quelle ordinarie e concambiate con azioni ordinarie Intesa.

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.

La fusione solleva un complesso problema estimativo il cui presupposto iniziale è la valutazione delle singole società 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 non è tanto la determinazione dei valori assoluti delle società che partecipano all'operazione, quanto piuttosto 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 della salvaguardia degli interessi dei soci della incorporanda e della incorporante.

Va segnalato che l'adozione di un metro di giudizio uniforme non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi di valutazione identici per tutte le società direttamente o indirettamente interessate alla fusione, in particolare se operanti in settori diversi; bensì richiede l'adozione di una medesima logica valutativa. In sostanza, il principio di omogeneità orienta il processo valutativo all'adozione di criteri tendenzialmente simili con riguardo a società appartenenti al medesimo settore operativo.

1.3. Data di riferimento della stima e documentazione considerata.

La data di riferimento della presente stima è il 30 giugno 2000.

Alla data di riferimento della stima la partecipazione detenuta da Intesa in Comit è pari al 70%.

In ordine allo svolgimento della presente stima, 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 1998 e 1999, 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 giugno 2000;
- piano economico per gli esercizi 2000-2003 redatto nell'aprile 2000 ed aggiornamento interno dei dati relativi al 2000;
- per le principali società partecipate, bilanci relativi all'esercizio 1999 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 giugno 2000;
- prospetti estimativi interni del valore degli immobili di Intesa e delle principali società partecipate;
- regolamenti dei prestiti obbligazionari subordinati convertibili e dei warrant emessi e in circolazione;
- documento del 27 settembre 1999 relativo all'offerta pubblica di scambio di azioni ordinarie e di azioni di risparmio di Comit con azioni ordinarie Intesa;

- documento informativo del luglio 2000 del progetto di fusione per incorporazione in Intesa di Banco Ambrosiano Veneto, Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Banca Carime e Mediocredito Lombardo;

b) per Comit:

- statuto vigente;
- bilanci d'esercizio approvati dall'Assemblea dei soci relativi agli esercizi 1998 e 1999, 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 giugno 2000;
- budget per l'esercizio 2000 del 27 marzo 2000 e relativo aggiornamento del 26 giugno 2000;
- piano economico per gli esercizi 2001-2003;
- per le principali società partecipate, bilanci relativi all'esercizio 1999, completi della relazione sulla gestione, della relazione del Collegio Sindacale e della relazione di certificazione della Società di revisione;
- relazione semestrale al 30 giugno 2000 delle principali società partecipate;
- prospetti interni estimativi e perizie estimative del valore degli immobili di Comit e delle principali società partecipate.

c) per entrambe le Banche: informazioni concernenti le quotazioni di Borsa e le principali grandezze patrimoniali e reddituali, per un

congruo periodo di tempo, di un campione di aziende bancarie quotate confrontabili con quelle oggetto di stima.

La documentazione analizzata è stata utilizzata così come fornita dalle Società, sul fondamento della sua correttezza e della sua rispondenza al vero, senza alcuna verifica indipendente da parte di chi ha redatto la presente stima.

Sono stati, inoltre, tenuti in considerazione gli eventi rilevanti successivi al 30.06.2000, noti o probabili alla data della presente relazione. In particolare, si è tenuto conto della plusvalenza latente connessa alla cessione della *tranche* di azioni Seat ancora in portafoglio della società HUIT al 30.06.2000 (tramite la società controllata HUIT II) di cui verosimilmente beneficeranno, pro-quota, sia Comit che Intesa. Tale plusvalenza è stata considerata ai fini della presente stima dopo che è stata accertata la convenienza ad esercitare il *put solidale* confrontando il prezzo convenuto per l'esercizio dell'opzione con l'andamento della quotazione del titolo Seat.

2. ICRITERI 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 al più recente passato, 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 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;
- in questo contesto, i prezzi definiti in negoziazioni di banche non sono agevolmente parametrabili a quelli di investimenti finanziari alternativi, proprio in ragione delle motivazioni delle acquisizioni e dei vincoli istituzionali posti all'espansione "interna".

Il metodo patrimoniale complesso – così come in precedenza delineato – ove utilizzato non può in ogni caso essere applicato senza le dovute cautele. In particolare, le percentuali empiriche da applicare alla raccolta diretta e indiretta al fine di determinare l'“avviamento” (I) vanno scelte dopo un accurato raffronto tra la situazione della singola banca considerata e quella espressa dal sistema, nonché dopo un'analisi interna tra i dati delle banche che più direttamente si confrontano nella fusione. Il raffronto in parola ha normalmente ad oggetto le posizioni competitive, il grado di efficienza operativa, gli indicatori di composizione e di concentrazione dei rischi, nonché la redditività.

Va considerato che in tempi recenti sono variate le condizioni normative che regolano il mercato creditizio e con esse sono mutate 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.

Si ritiene pertanto che le condizioni di formazione dei prezzi accertate nel passato siano in lento ma inevitabile cambiamento, in quanto frutto di circostanze e di opportunità oggi non più identicamente verificabili.

In questo quadro, i profili di appetibilità strategica delle aziende di credito appaiono sempre meno collegabili al solo parametro dei

volumi raccolti e intermediati, ed invece sempre più connesse, in via primaria, a condizioni di efficienza e redditività, se pur non disgiunte da circostanze espressive di dimensioni strutturali e di processo, di risorse, di quote di mercato e così via.

Le considerazioni esposte spiegano i motivi per cui, nel recente passato, in risposta alle nuove condizioni accertate, sono andate diminuendo le misure dei coefficienti secondo cui venivano apprezzati i valori della raccolta diretta e indiretta nei processi di calcolo dell'avviamento delle imprese bancarie. In tempi più prossimi alla presente stima, tuttavia, forse in relazione all'intensificazione dei processi di concentrazione ed al rarefarsi delle opportunità di unità appetibili, il mercato dei capitali di controllo delle aziende bancarie ha mostrato nuove tensioni che hanno condotto decisamente al rialzo i valori dei capitali di comando e con essi quelli degli avviamenti ragguagliati alle consistenze della raccolta complessiva.

In ogni caso, la presente particolare selettività del mercato in parola, come dianzi accennato, appare orientata ad apprezzare in termini differenziali le imprese bancarie anche in funzione di variabili di efficienza e redditività oltreché in funzione delle condizioni di dimensione funzionale e articolazione territoriale. Tutto ciò induce a preferire, ai fini della stima dei valori dei capitali delle imprese bancarie, criteri che, meglio del "patrimoniale complesso", più direttamente ponderano le attese di redditività.

In questa prospettiva la dottrina aziendale e la prassi hanno elaborato criteri che si affiancano al criterio patrimoniale complesso applicato con procedimenti pragmatici tradizionali. Si fa qui

riferimento al criterio misto reddituale-patrimoniale (nella formulazione correntemente denominata “*U.E.C. complesso*”) atto a comporre una sintesi dei profili di appetibilità correlabili alla dimensione reddituale e a quella patrimoniale. Si fa riferimento, inoltre, al criterio reddituale puro, che basa le determinazioni sulle sole capacità reddituali. I criteri ora descritti possono essere definiti economico-analitici, dal momento che essi determinano il valore aziendale in funzione di grandezze elementari tradizionalmente collegate con relazioni parametriche al concetto di valore economico del capitale d’impresa.

Quando entrambe le società direttamente interessate alla fusione hanno azioni quotate in mercati mobiliari regolamentati, prassi e dottrina suggeriscono di tener conto, in via complementare, dei valori espressi dai mercati finanziari. In tal caso, il quadro dei riferimenti valutativi si arricchisce: ai criteri metodologici dianzi descritti si affianca il contributo segnaletico offerto dalle indicazioni provenienti dai mercati finanziari. Ciò è quanto si verifica nella fusione in considerazione.

Infatti, i titoli di ognuna delle Banche oggetto di fusione sono ampiamente trattati sul mercato azionario in condizioni caratteristicamente non dissimili.

Per tali motivi il contributo segnaletico offerto dal rapporto di cambio espresso dai valori di mercato opportunamente calcolati è, nella fattispecie, considerato maggiore che in altri casi.

Inoltre, al fine di rafforzare ulteriormente il quadro dei riferimenti valutativi, nella presente perizia sono utilizzati altri criteri, nel seguito descritti, sempre ispirati alle logiche di mercato.

* * *

A conclusione delle considerazioni generali qui esposte, si è ritenuto che per la stima dei valori di Intesa e Comit, preordinati alla determinazione del rapporto di cambio, fosse opportuno utilizzare entrambe le categorie di criteri di valutazione dianzi illustrate: i criteri economico-analitici e i criteri di mercato.

L'insieme dei criteri economico-analitici e di mercato è stato articolato identificando criteri principali e criteri di controllo.

Quale criterio principale è stato adottato il *criterio misto UEC complesso*.

Come criteri di controllo sono state utilizzate diverse metodologie di stima variamente riconducibili ai criteri economico-analitici, ai criteri di mercato e a criteri aventi prevalentemente fondamento empirico.

Nella fattispecie:

- i criteri economico-analitici di controllo sono costituiti dal *criterio reddituale* e da quello *patrimoniale complesso*;
- i criteri di mercato di controllo sono costituiti dal criterio dei *multipli di borsa*, dal criterio della *regressione lineare* detto "*value map*" e dal criterio delle *quotazioni dirette di Borsa*;
- quale ulteriore criterio di controllo, di carattere secondario, è stato utilizzato il cosiddetto *metodo delle contribuzioni*.

2.2. Il criterio di valutazione principale.

Come dianzi accennato, il criterio economico-analitico che, considerata la finalità della stima, è stato assunto quale riferimento principale, è il metodo misto patrimoniale ~ reddituale con

valorizzazione autonoma dell'avviamento, correntemente denominato UEC complesso.

La scelta del criterio misto UEC complesso si deve al suo diffuso impiego nella prassi e nella teoria delle valutazioni bancarie. Esso è giustificato dalla sua attitudine a considerare congiuntamente rilevanti profili di appetibilità associabili alle dimensioni strutturali dell'azienda di credito ed alla capacità di generazione di flussi di nuova ricchezza.

Il criterio misto in considerazione determina il valore economico 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:

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

dove K' è il patrimonio netto rettificato, comprensivo del valore di "avviamento sulla raccolta", R il reddito medio normale atteso, i il tasso di rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento, i' il tasso di attualizzazione ed n il numero di anni ai quali si estende il calcolo del valore attuale dell'extrareddito ("sovrareddito" o "sottoreddito").

Secondo prassi costante, il valore di "avviamento" incluso nel valore

del patrimonio netto rettificato è commisurato alle consistenze della raccolta diretta ed indiretta da clientela.

2.3. I criteri di valutazione di controllo.

Ai fini del controllo delle risultanze del criterio principale di stima, è stato utilizzato l'insieme dei criteri indicati al par. 2.1.

I criteri economico-analitici (patrimoniale complesso e reddituale) sono stati utilizzati in relazione al loro diffuso impiego per il comparto bancario.

I criteri di mercato (multipli di mercato, regressione lineare e quotazioni), che si fondano in modo più o meno diretto su indicazioni di valore provenienti dai mercati finanziari, sono stati ritenuti significativi nel caso di specie per diverse ragioni. I multipli di mercato e la regressione lineare sono criteri ampiamente adottati nella prassi, il confronto diretto tra le quotazioni è applicabile posto che entrambe le Società interessate alla fusione hanno titoli largamente negoziati nei mercati regolamentati.

Il criterio delle contribuzioni ha base pragmatica e fonda i suoi risultati sul confronto diretto tra valori assunti da talune significative grandezze economiche delle due Banche.

2.3.1. Il criterio patrimoniale complesso.

In base a tale metodo il valore di un'impresa (**W**) è determinato sommando al patrimonio netto rettificato complessivo (**K**), il valore dell'"avviamento" (identificato dal simbolo **I**), secondo la seguente formula:

$$W = K + I$$

Il patrimonio netto rettificato (**K**) assunto a tal fine è calcolato in misura pari al patrimonio netto contabile risultante alla data di riferimento della stima, rettificato per riflettere le conseguenze di eventi successivi alla suddetta data e le differenze accertate tra i valori correnti e quelli contabili dell'attivo e del passivo del capitale di funzionamento, al netto dei relativi effetti fiscali figurativi.

Tale metodo, inoltre, si caratterizza per il fatto di valutare distintamente, tra gli elementi patrimoniali, la raccolta diretta ed indiretta da clientela ordinaria di pertinenza dell'azienda bancaria, valutazione che poi confluisce nella quantificazione dell'avviamento (**I**).

2.3.2. Il criterio reddituale.

Il criterio reddituale definisce il valore economico (**W**) 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 generalmente intesa come redditività medio-normale attesa e non come successione di valori riferibili a singoli redditi d'esercizio stimati per ciascuno degli anni a venire. La configurazione di reddito medio-normale è pertanto l'espressione dell'intrinseca capacità dell'azienda oggetto di valutazione di produrre stabilmente un flusso di ricchezza, tenuto conto sia dei fattori competitivi esterni che di quelli inerenti l'organizzazione interna.

Il criterio in parola si applica attualizzando, per un orizzonte

temporale indefinito, il reddito medio-normale atteso ad un tasso indicativo del rendimento giudicato soddisfacente in relazione alla tipologia di investimento.

La formula utilizzata è la seguente:

$$W = R / i''$$

dove **R** è il reddito medio-normale atteso ed **i''** il tasso di capitalizzazione.

2.3.3. Il criterio dei multipli di Borsa.

Secondo tale metodo, il valore di un'azienda è determinato assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato dei capitali con riguardo ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Tale criterio calcola, in primo luogo, moltiplicatori tra prezzi di Borsa e grandezze economiche ritenute significative per un campione di aziende simili a quelle oggetto di stima ed applica poi il moltiplicatore medio (o mediano) del campione alle pertinenti grandezze delle aziende da valutare. Il criterio richiede, quindi, l'identificazione delle aziende componenti il campione di riferimento, la scelta dei moltiplicatori (frequentemente, almeno nel contesto bancario, "Valore di mercato/Utile netto atteso" e "Valore di mercato/Patrimonio netto"), il calcolo degli stessi per le aziende del campione e, infine, l'applicazione del multiplo rappresentativo del campione alle grandezze economiche delle aziende oggetto di stima.

2.3.4. Il criterio della regressione lineare.

Il criterio della regressione è ordinato alla individuazione di una correlazione statistica tra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa dal ROE atteso) e il rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e il patrimonio netto contabile (espresso dal P/BV).

Tale correlazione statistica, espressa con la tecnica della regressione lineare, consente di determinare il valore di mercato di un'impresa in funzione della sua redditività attesa (ROE) e della sua consistenza patrimoniale (BV).

Per l'applicazione del criterio in esame occorre quindi la definizione del campione di banche quotate che presentino una correlazione significativa tra il rapporto P/BV e il ROE atteso; la stima dei parametri della retta di regressione e, da ultimo, la determinazione del valore di mercato dell'azienda da stimare in funzione dei dati di ROE e di patrimonio netto della stessa.

2.3.5. 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.

2.3.6. Il criterio delle contribuzioni.

Il criterio delle contribuzioni è ordinato alla determinazione del “peso” relativo delle aziende che si integrano rispetto al complesso risultante dalla fusione.

Il criterio in esame, dunque, non esprime valori assoluti ma soltanto rapporti espressivi del contributo offerto da ciascuna delle due aziende rispetto alla combinazione unitaria che risulterà dall’operazione di fusione.

Esso si fonda sul confronto tra grandezze significative delle aziende bancarie che procedono alla fusione, grandezze essenzialmente riferibili a profili strategicamente rilevanti nella prospettiva di produzione di flussi reddituali e finanziari.

Per ciascuna delle grandezze selezionate si procede al calcolo del contributo percentuale di ciascuna delle due aziende interessate rispetto all’entità risultante dalla fusione.

Confrontando i contributi percentuali apportati dalle due società, si ottiene un rapporto utilizzabile ai fini del riscontro del rapporto di cambio risultante dall’applicazione dei criteri principali.

Occorre osservare che il criterio in esame assume significato non tanto in funzione dei singoli rapporti che esso segnala in corrispondenza di ciascuna grandezza osservata, quanto piuttosto nella sintesi mediata e ragionata di tali rapporti. Ciascuno di essi, infatti, esprime un particolare profilo di appetibilità, poco significativo se singolarmente considerato, ma rilevante se apprezzato come parte integrante di un complesso giudizio che compone ad unità tanti profili complementari.

3. L'APPLICAZIONE DEL CRITERIO DI VALUTAZIONE PRINCIPALE.

Nel presente paragrafo si descrivono i profili metodologici ed applicativi rilevanti per la determinazione dei parametri necessari all'applicazione del criterio di stima principale prescelto. La descrizione è fornita congiuntamente per le due Società interessate nell'operazione di fusione, Intesa e Comit, in ragione dell'omogeneità delle soluzioni applicative adottate.

Come detto, è stato assunto quale criterio principale il metodo misto UEC complesso. L'applicazione di tale criterio postula la determinazione del patrimonio netto rettificato (**K**), del valore dell'avviamento correlato al bene immateriale "raccolta da clientela" (**I**), del reddito medio-normale atteso (**R**), nonché dei tassi (**i** ed **i'**) e dell'orizzonte temporale di attualizzazione (**n**).

3.1. Il patrimonio netto rettificato (K).

Per la determinazione del patrimonio netto rettificato, è stato assunto, quale base di partenza, il patrimonio netto contabile consolidato al 30.06.2000, comprensivo dell'utile del primo semestre 2000 e del fondo rischi bancari generali.

Per Intesa, è stata verificata la convenienza alla conversione dei prestiti obbligazionari e dei warrant in circolazione, sulla base della quotazione corrente delle obbligazioni, dei warrant e delle azioni Intesa di compendio. Riscontrata la convenienza attuale alla conversione, è stato calcolato l'aumento del patrimonio netto derivante, appunto, dalla conversione dei prestiti obbligazionari e

dall'esercizio dei warrant in circolazione (c.d. ipotesi di patrimonio *fully diluted*).

Inoltre, sempre con riguardo ad Intesa, è stato considerato l'aumento di capitale "al servizio della fusione" per le incorporazioni di Mediocredito Lombardo e di Carime, già deliberate dalle assemblee delle Società.

Il patrimonio netto contabile così determinato è stato rettificato con l'obiettivo di esprimere il suo valore corrente. In particolare si è proceduto a eliminare i valori di avviamento e le differenze positive di consolidamento, in quanto il valore di avviamento che si determina con la presente stima riassorbe già tali valori, nonché a esprimere i valori correnti del portafoglio titoli non immobilizzati e degli immobili di proprietà. Nella riespressione dei plusvalori immobiliari si è tenuto conto della sola quota di pertinenza della capogruppo.

Avuto riguardo agli eventi successivi al 30.06.2000, è stato stimato l'impatto patrimoniale derivante dalla prevista cessione della residua partecipazione indiretta detenuta in Seat da Comit.

Sulle plusvalenze e minusvalenze emerse sono state calcolate, ove pertinenti, le relative imposte differite passive ed attive. L'aliquota fiscale applicata alle singole rettifiche è stata determinata in funzione del carico fiscale gravante sulle medesime (per Irpeg o Irap o solo Irpeg) e dei tempi di probabile manifestazione degli oneri e benefici fiscali latenti.

La tabella seguente riepiloga, distintamente per Intesa e per Comit, la quantificazione del patrimonio netto rettificato dianzi descritta.

Tabella n. 1

	Intesa (in Lire/miliardi)	Comit (in Lire/miliardi)
Patrimonio netto contabile al 30.06.2000	22.690	10.103
- Plusvalenze su titoli non immobilizzati	205	194
- Storno avviamento	(81)	
- Storno differenza positiva di consolidamento e di patrimonio netto	(1.337)	(1.445)
- Plusvalenze su immobili	2.159	1.959
- Plusvalenze diverse	411	931
- Effetti fiscali	(553)	(876)
Totale rettifiche	804	763
Patrimonio netto rettificato (K) al 30.6.2000	23.494	10.866

3.2. Il valore della raccolta (I).

Il calcolo del “valore della raccolta” è un momento caratteristico del processo di stima del capitale economico delle aziende bancarie.

Se si esamina il problema della stima del valore della raccolta sulla base delle considerazioni svolte in merito alle tendenze in atto nei processi di formazione dei valori delle quote del capitale di aziende bancarie, è possibile trarre alcune conclusioni di rilievo.

Esso, come si è visto, è eseguito mediante applicazione di coefficienti di derivazione essenzialmente empirica ed è concettualmente configurato come stima del valore di un “bene immateriale”. Ancorché normalmente definito “avviamento”, il valore in questione non può tuttavia propriamente intendersi come tale, almeno da un punto di vista economico-aziendale, in quanto non espressione diretta o indiretta di extrareddito.

Invece, la stima del “valore della raccolta”, nei procedimenti usuali di calcolo, solo in parte trova riferimento in parametri reddituali,

mentre, più direttamente, si giustifica in funzione di molteplici circostanze che caratterizzano la gestione e la posizione competitiva dell'azienda bancaria.

Nel profilo applicativo, il valore di avviamento sulla "raccolta da clientela" è stato commisurato alla raccolta diretta ed indiretta risultante dai bilanci consolidati di Intesa e di Comit al 30.06.2000. Le masse amministrate consolidate sono state rettificate per incorporare le quote di pertinenza ideale di terzi (esterni cioè al Gruppo Intesa ed al Gruppo Comit) nelle maggiori banche che non sono integralmente detenute dalle due capogruppo.

Per Intesa, la rettifica ha riguardato le consistenze della raccolta relative a Comit, Banca FriulAdria, Banca di Trento e Bolzano, Casse di Risparmio del Centro Italia e Banca CIS; per Comit, la rettifica ha riguardato la raccolta di pertinenza di Banca di Legnano, Banco di Chiavari e della Riviera Ligure e Cassa di Risparmio di Biella e Vercelli. Tale rettifica non è stata possibile, per l'indisponibilità dei dati, con riguardo alle società del Gruppo Sudameris e alle società partecipate estere.

La valorizzazione della raccolta è avvenuta sulla base dei coefficienti mediamente applicati a tal fine, tenendo conto delle condizioni di economicità delle due Banche nei reciproci confronti e rispetto alla media del sistema e differenziando altresì i parametri utilizzati per le diverse forme tecniche. Quest'ultima differenziazione è volta ad esprimere la differenza di onerosità delle varie forme tecniche e, quindi, i variabili contributi reddituali delle stesse.

La tabella seguente riepiloga i coefficienti applicati alle singole forme tecniche.

Tabella n. 2

CLASSI DI RACCOLTA	Percentuali di valorizzazione
Raccolta diretta:	
- conti correnti	8%
- depositi a risparmio	6%
- certificati di deposito e obbligazioni	4%
- pronti termine	1,5%
Raccolta indiretta:	
- raccolta amministrata	1,5%
- raccolta gestita	3,5%

All'esito del procedimento di valorizzazione della raccolta da clientela, si è pervenuti alla quantificazione di un avviamento complessivo di Lire 30.813 miliardi, per Intesa, e di Lire 14.016 miliardi, per Comit.

3.3. Il reddito medio-normale atteso (R).

Il reddito medio-normale atteso è stato calcolato prendendo a riferimento i risultati consolidati degli esercizi 1998 e 1999 (per Intesa, già integrati dai risultati del Gruppo Comit per la quota di competenza) e le prospettive reddituali consolidate per il periodo 2000-2003. Ciò ha consentito di fondare le stime sia sulle capacità reddituali già dimostrate, sia sulle attese di reddito ragionevolmente prevedibili. I redditi delle due Società sono stati costruiti, secondo prassi costante, in una logica di autonomia operativa delle stesse,

senza considerare cioè le economie derivanti dal processo di integrazione conseguente alla fusione progettata.

I risultati di ciascun esercizio sono stati oggetto di un processo di normalizzazione, finalizzato ad eliminare o stemperare gli effetti di componenti di reddito di natura straordinaria e non ripetitiva. In particolare, dai redditi ordinari di ciascun esercizio sono stati stornati gli ammortamenti dei valori di avviamento e delle differenze positive di consolidamento, in quanto i connessi valori patrimoniali sono stati eliminati dal patrimonio netto, e le rettifiche o riprese di valore su immobilizzazioni finanziarie di natura eccezionale. Sono stati calcolati inoltre gli ammortamenti sui plusvalori immobiliari rilevati nel patrimonio. I redditi così rettificati sono stati corretti monetariamente, sono stati cioè riespressi con il medesimo metro monetario, e diminuiti del carico fiscale ordinario gravante in prospettiva sugli stessi. Si sono infine stornate le quote dei risultati netti di pertinenza di terzi.

All'esito del processo di normalizzazione, i redditi degli esercizi 2000-2003 sono apparsi meglio idonei al fine di stimare la redditività prospettica attesa delle due Banche rispetto ai redditi storici del 1998 e del 1999. Peraltro, anche questi ultimi segnano le dinamiche delle redditività caratteristica che qualifica il "ciclo economico" del periodo analizzato. Per l'insieme delle considerazioni qui accennate si è ritenuto appropriato assumere a riferimento della stima i dati normalizzati dell'intero periodo di sei anni, ma attribuendo a ciascuno dei redditi storici (1998 e 1999) un peso minore rispetto a quello riconosciuto a ciascuno dei redditi prospettici.

Va segnalato che nel processo di normalizzazione dei redditi i calcoli sono stati sviluppati secondo due alternative.

In una prima alternativa è stato escluso dal reddito medio normale di Comit e, per la quota di competenza, di Intesa il dividendo straordinario distribuito da Huit in relazione all'Opa su Seat.

Tale esclusione può trovare ragione nell'eccezionalità dell'importo di tale dividendo.

In una seconda alternativa di calcolo, i redditi medio normali di Comit e di Intesa comprendono, per le quote di rispettiva competenza, il dividendo in parola, sia pur diminuito dell'importo che si stima rappresentativo del parziale rimborso del capitale originariamente investito.

L'inclusione del dividendo, pur rettificato nel suo importo complessivo, può trovare ragione nel fatto che, per quanto eccezionale, esso è pur sempre espressione dei risultati dell'ordinaria attività di merchant banking di Comit e nell'ulteriore considerazione che, per effetto del meccanismo di mediazione caratteristico del processo di normalizzazione dei redditi, l'entità complessiva del dividendo riflessa nel reddito normale appare relativamente contenuta e, in tale prospettiva, espressione ragionevole di un contributo complementare dell'operatività del settore merchant banking.

In considerazione di ciò, tutti i calcoli nel seguito esposti valorizzano entrambe le alternative dianzi descritte.

In sintesi, il processo di normalizzazione illustrato ha condotto alle quantificazioni del reddito medio normale di Intesa e di Comit negli importi indicati nelle alternative a) e b) nel seguito riportate.

a) Lire 3.250 miliardi per Intesa e Lire 1.370 miliardi per Comit nell'ipotesi di esclusione del dividendo Huit dal reddito medio normale;

b) Lire 3.333 miliardi, per Intesa, e Lire 1.488 miliardi, per Comit, nell'ipotesi di inclusione del dividendo Huit nel reddito medio normale.

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

Gli altri parametri applicativi del metodo misto UEC complesso, tenuto conto del settore operativo delle aziende in esame, dei tassi impliciti nei multipli "valore di mercato/utili netti attesi" (P/E) di aziende bancarie quotate, del grado di rischiosità delle Società in oggetto, della riscontrata presenza, per entrambe le Banche, di sottoredditi da attualizzare, sono stati fissati come segue: $i = 7\%$, $i' = 6\%$, $n = 5$.

4. L'APPLICAZIONE DEI CRITERI DI VALUTAZIONE DI CONTROLLO.

4.1. Il criterio patrimoniale complesso.

Il criterio patrimoniale complesso, nelle sue risultanze, esprime un valore corrispondente al "patrimonio netto rettificato", stimato in sede di applicazione del criterio UEC complesso, comprensivo dell'avviamento ragguagliato alla raccolta diretta e indiretta da clientela non bancaria.

I parametri rilevanti al fine dell'applicazione del metodo in parola sono il patrimonio netto rettificato (**K**) e il valore della raccolta (**I**), così come individuati ai precedenti paragrafi 3.1. e 3.2.

Il patrimonio netto rettificato è stato stimato pari a Lire 23.494 miliardi per Intesa e a Lire 10.866 miliardi per Comit (Tabella n. 1); l'avviamento sulla raccolta è stato quantificato in Lire 30.813 miliardi per Intesa e in Lire 14.016 miliardi per Comit.

4.2. Il criterio reddituale.

La determinazione del valore economico del capitale di Intesa e di Comit con ricorso al metodo reddituale richiede preliminarmente la stima del reddito medio-normale atteso (**R**) e del tasso di capitalizzazione (i'').

Non vi sono ragioni per stimare il reddito medio-normale atteso in misura differente rispetto all'entità assunta in sede di applicazione del criterio UEC complesso.

Pertanto il reddito medio normalizzato è stato calcolato in Lire 3.250 miliardi, per Intesa, e in Lire 1.370 miliardi, per Comit, nell'ipotesi a) esposta al precedente paragrafo 3.3. e in Lire 3.333 miliardi, per Intesa, e in Lire 1.488 miliardi, per Comit, nell'ipotesi b) esposta al medesimo paragrafo 3.3.

Il tasso di capitalizzazione (i'') è stato assunto, per entrambe le aziende bancarie oggetto di stima, nella misura del 7%. Si è ritenuto che i caratteri di rischiosità specifica delle due aziende che si confrontano siano, da un lato, simili tra loro e dall'altro

sostanzialmente allineati con quelli medi del settore in cui le Banche stesse operano.

4.3. Il criterio dei multipli di Borsa.

L'applicazione del criterio dei multipli di Borsa ha richiesto:

- la selezione di un campione di banche quotate comparabili con quelle oggetto di stima;
- la scelta dei multipli rilevanti nella fattispecie e la determinazione delle grandezze elementari necessarie per il calcolo degli stessi;
- la stima dei valori dei multipli rappresentativi del campione selezionato.

Ai fini della selezione delle banche destinate a comporre il campione, si è ritenuto che la variabile più significativa fosse costituita dalla classe dimensionale 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 Comit sono ricomprese tra gli istituti di credito di maggiori dimensioni a livello nazionale.

Ciò premesso, ed al fine di configurare un gruppo di società confrontabili sufficientemente ampio e significativo, è stato selezionato un campione di undici banche italiane quotate alla Borsa Valori di Milano. Il campione è composto dalle banche "maggiori" secondo la codificazione di Banca d'Italia (Banca di Roma, Sanpaolo IMI, Unicredito Italiano, Monte dei Paschi di Siena, BNL); dalle banche "grandi" (Banca Popolare di Bergamo, Banca Popolare di Novara, Banca Popolare di Milano, Rolo Banca) e da

due banche (Banca Popolare di Verona e Banca Lombarda) che, pur essendo annoverate tra le banche “medie”, hanno capitalizzazione di mercato e dimensioni proprie di una banca “grande”. Sono escluse dal campione le banche che presentano operatività e caratteristiche sensibilmente diverse dalla media del sistema (ad esempio Mediobanca, Bipop-Carire, Fideuram), quelle che sono soggette ad operazioni particolari (ad esempio Banco Napoli sotto OPA) e quelle per le quali non sono disponibili previsioni reddituali attendibili (Banca Toscana).

I moltiplicatori prescelti sono quelli più frequentemente applicati nel contesto bancario ed in generale nelle valutazioni delle aziende. 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).

Ciascun moltiplicatore è stato calcolato prendendo a riferimento i dati di “utile netto atteso” e di “patrimonio netto atteso” per gli esercizi 2000, 2001 e 2002.

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

- il valore di mercato (**P**) è pari alla capitalizzazione di borsa, calcolata come prodotto tra la quotazione unitaria media di 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 aritmetica dei prezzi di riferimento degli ultimi tre mesi terminanti il 3.10.2000.
- il patrimonio netto (**BV**) è pari al valore finale per gli esercizi 2000, 2001 e 2002. Esso è stato stimato assumendo a riferimento

il patrimonio netto contabile consolidato al 31.12.1999, comprensivo del fondo rischi bancari generali e tenendo conto, per ciascun esercizio, delle previsioni di produzione di utili e di distribuzione di dividendi;

- l'utile netto consolidato atteso, per il periodo 2000-2002, è il valore di *consensus* fornito da I/B/E/S/ (International Brokers Estimate System) sulla base delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari.

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

Sulla base di tali assunzioni, si è calcolato, per ciascun esercizio e per ciascun multiplo, il valore mediano del campione. I valori risultanti sono riassunti nelle seguenti tabelle.

Tabella n. 3

	Valore mediano
P / E 2000e	16,6 x
P / E 2001e	13,5 x
P / E 2002e	12,0 x

Tabella n. 4

	Valore mediano
P / BV 2000e	2,2 x
P / BV 2001e	2,0 x
P / BV 2002e	1,8 x

Il valore mediano dei multipli così calcolati è stato applicato alle pertinenti grandezze di Intesa e Comit di ciascuno degli esercizi considerati al fine di determinare valori unitari dell'azione ordinaria. Si è quindi proceduto a calcolare, per le due Banche oggetto di

stima, l'utile netto atteso e il patrimonio netto finale atteso per gli esercizi 2000, 2001 e 2002. A tal fine, si sono assunte a riferimento due tipologie di stime:

- la prima è basata sulle proiezioni interne comunicate dalle Banche;
- la seconda è basata sulle previsioni di *consensus* degli analisti finanziari.

Il riferimento alle due categorie di proiezioni è utile anche per un riscontro reciproco delle stime.

Le tabelle seguenti riportano, distintamente per il multiplo P/E e P/BV, i valori unitari dell'azione ordinaria di Intesa e di Comit. Tali valori sono ottenuti applicando i multipli mediani calcolati per ciascun esercizio (esposti alle Tabelle n. 3 e n. 4) ai dati di "utile netto per azione" (Eps) e "patrimonio netto per azione" (BVps) di Intesa e di Comit stimati rispettivamente sulla base di proiezioni interne e di quelle degli analisti finanziari (*consensus*). Con riguardo alle stime interne, per il calcolo dei valori di "utile netto" e "patrimonio netto" per azione, si è tenuto conto del numero di azioni comunicato dalle Banche.

Tabella n. 5

Dati interni

Anno	P / E Campione	Valore per azione (in Lire)	
		Intesa	Comit
2000	16,6 x	8.583	13.675
2001	13,5 x	8.376	11.662
2002	12,0 x	8.203	11.649

Consensus

Anno	P / E Campione	Valore per azione (in Lire)	
		Intesa	Comit
2000	16,6 x	8.384	12.201
2001	13,5 x	8.416	10.599
2002	12,0 x	8.870	9.905

Tabella n. 6

Dati interni

Anno	P / BV Campione	Valore per azione (in Lire)	
		Intesa	Comit
2000	2,2 x	9.270	13.018
2001	2,0 x	9.130	12.340
2002	1,8 x	8.923	12.367

Consensus

Anno	P / BV Campione	Valore per azione (in Lire)	
		Intesa	Comit
2000	2,2 x	8.594	12.675
2001	2,0 x	7.819	12.173
2002	1,8 x	8.975	12.133

I valori unitari dell'azione ordinaria di Intesa e Comit, dianzi esposti, per ciascun multiplo e per ciascuna ipotesi di calcolo

delle grandezze elementari, sono stati tra loro mediati. I valori unitari medi sono riepilogati nella tabella seguente:

Tabella n. 7

	Valore per Azione (in Lire)	
	Intesa	Comit
Con P / E (dati interni)	8.387	12.329
Con P / E (<i>consensus</i>)	8.557	10.902
Con P / BV (dati interni)	9.107	12.575
Con P / BV (<i>consensus</i>)	8.463	12.327

4.4. Il criterio della regressione lineare.

Il criterio della regressione pone in correlazione la redditività prospettica del capitale proprio, espressa in termini di ROE atteso, ed il premio o lo sconto delle quotazioni borsistiche rispetto al patrimonio netto (espresso in termini di rapporto "P/BV").

Metodologicamente, l'applicazione del criterio si è articolata nelle seguenti fasi:

- la selezione del campione di banche quotate;
- la determinazione delle grandezze economiche elementari di riferimento (ROE atteso e rapporto P/BV);
- la costruzione della retta di regressione lineare, mediante l'interpolazione delle variabili delle banche del campione;
- il calcolo del ROE atteso per la banca oggetto di stima e la conseguente determinazione del suo valore di mercato.

Il campione di banche adottato è stato determinato assumendo quale primo riferimento tutte le banche quotate alla Borsa Valori, con le eccezioni specificate nel seguito. La selezione di un campione esteso consente di rendere più significativi i parametri della retta di regressione. Il campione, nel caso di specie, è composto da venti banche quotate al mercato principale; il campione non comprende le banche che presentano operatività e caratteristiche sensibilmente difformi dalla media del sistema (ad esempio Mediobanca, Bipop-Carire, Fideuram), quelle che sono soggette ad operazioni particolari (ad esempio Banco Napoli sotto OPA) nonché quelle per le quali non sono disponibili previsioni reddituali attendibili.

Con riguardo alle grandezze elementari, il ROE atteso è stato calcolato come rapporto tra “utile netto atteso” e “patrimonio netto” atteso. Le previsioni reddituali sono quelle di *consensus* determinate da I/B/E/S sulla base delle previsioni effettuate dagli analisti finanziari e rese disponibili da Bloomberg.

Il patrimonio netto è stato calcolato tenendo conto degli utili e dei dividendi attesi, stimati in funzione delle previsioni degli analisti finanziari.

La costruzione della retta di regressione deriva, come detto, dall'interpolazione tra i dati di ROE e di P/BV, come sopra calcolati, per le banche del campione.

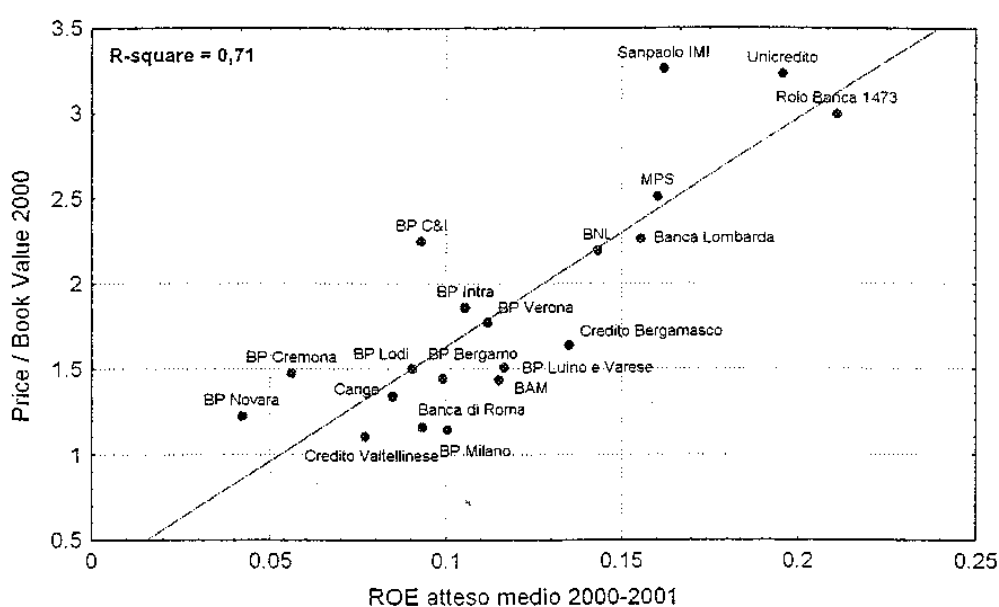
Nel caso in esame, il ROE atteso è stato stimato quale media dei dati per il 2000 e 2001, poiché la regressione tra il ROE così calcolato e il rapporto P/BV è risultata caratterizzata da una significatività (in termini di R^2) più elevata.

L'algoritmo della retta di regressione che ne risulta è espresso dalla formula seguente:

$$y = 0,29 + 13,39x$$

dove "y" è il rapporto P/BV e "x" è il ROE atteso.

Il grafico della funzione di regressione è riportato nel seguito.



I valori di ROE medio 2000-2001 di Intesa e Comit e le relative stime di P/BV sono stati determinati, alternativamente, in funzione di proiezioni reddituali interne predisposte dalle Società (Tabella n. 8) e dei dati di *consensus* degli analisi finanziari resi disponibili da Bloomberg (Tabella n. 9). Una sintesi dei valori per azione ottenuti attraverso l'applicazione del presente criterio è mostrata nella Tabella n. 10.

Tabella n. 8 – Stime interne

	ROE	P / BV
INTESA	13,7%	2,1 x
COMIT	14,4%	2,2 x

Tabella n. 9 – Consensus IBES

	ROE	P / BV
INTESA	14,3%	2,2 x
COMIT	13,2%	2,1 x

Tabella n. 10

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)
Valore Per Azione (Lire) – Dati interni	9.500	13.148
Valore Per Azione (Lire) – Consensus	9.209	11.897

4.5. Il criterio delle quotazioni di Borsa.

Ai fini dell'applicazione del metodo in parola si è ritenuto opportuno analizzare l'andamento dei corsi dei due titoli per un arco temporale sufficientemente ampio per stemperare le fluttuazioni di breve periodo. In particolare, si sono considerate le medie aritmetiche semplici delle quotazioni dei titoli ordinari Intesa e Comit relative ai seguenti orizzonti temporali (terminanti il 3.10.2000): 12 mesi, 9 mesi, 6 mesi, 3 mesi, 1 mese e *fixing* del 3.10.2000.

Tabella n. 11

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)
Media aritmetica 12 mesi	8.024	10.375
Media aritmetica 9 mesi	8.090	10.215
Media aritmetica 6 mesi	8.556	10.737
Media aritmetica 3 mesi	9.048	11.222
Media aritmetica 1 mese	8.499	11.280
Fixing al 3.10.2000	8.624	11.343

4.6. Il criterio delle contribuzioni.

Il criterio delle contribuzioni confronta in termini relativi "l'apporto" delle due Banche all'entità risultante dalla fusione avuto riguardo ad alcune grandezze economiche risultanti dai bilanci consolidati.

Tali grandezze sono riferibili ai profili che spiegano l'appetibilità strategica delle aziende di credito, ossia alla dimensione reddituale, rappresentata dalle diverse "linee" del conto economico, e alla dimensione patrimoniale e strutturale, rappresentate essenzialmente dai volumi raccolti ed impiegati e dal patrimonio netto.

Le grandezze relative alla dimensione reddituale sono riferite all'ultimo esercizio consuntivo (1999), quelle patrimoniali e strutturali sono riferite alla situazione semestrale al 30.06.2000.

Va segnalato, infine, che i valori delle grandezze relative a Intesa sono stati rettificati per tenere conto della quota di pertinenza delle minoranze di Comit.

Le grandezze prescelte e i risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente, che indica per ciascuna variabile il contributo apportato da Intesa e da Comit.

Tabella n. 12

	Contribuzione Intesa	Contribuzione Comit
Margine di Interesse 31.12.1999	88,6%	11,4%
Margine di Intermediazione 31.12.1999	87,9%	12,1%
Risultato Lordo di Gestione 31.12.1999	87,6%	12,4%
Utile Netto 31.12.1999	91,5%	8,5%
Patrimonio Netto al 30.06.2000	88,0%	12,0%
Impieghi al 30.06.2000	87,8%	12,2%
Raccolta Diretta al 30.06.2000	89,1%	10,9%
Raccolta Gestita al 30.06.2000	90,1%	9,9%
Raccolta Amministrata al 30.06.2000	84,7%	15,3%
Media dei Contributi	88,4%	11,6%

5. LE SINTESI VALUTATIVE E I RAPPORTI DI CAMBIO.

5.1. Capitale e numero di azioni di Intesa e di Comit.

Il capitale sociale di Intesa alla data di riferimento della stima è pari a Lire 5.804.745.052.000 suddiviso in n. 5.022.814.947 azioni ordinarie del valore nominale di Lire 1.000 cadauna e in n. 781.930.105 azioni di risparmio del valore nominale di Lire 1.000 cadauna.

Alla data di riferimento della stima risultano in circolazione n. 6.051.062 obbligazioni, del valore nominale di Lire 3.500, convertibili in azioni ordinarie in ragione di 1 obbligazione per ogni

azione ordinaria Intesa, e n. 19.064.247 obbligazioni, del valore nominale di Lire 2.200, convertibili in azioni di risparmio, in ragione di 1 obbligazione per ogni azione di risparmio Intesa.

Inoltre, alla medesima data, risultano ancora in circolazione n. 215.020.309 warrant Intesa che attribuiscono il diritto di sottoscrivere azioni ordinarie Intesa, in ragione di 3 warrant per ogni azione ordinaria Intesa con un prezzo di esercizio di Lire 3.005; e n. 396.011.544 warrant Intesa che attribuiscono il diritto di sottoscrivere azioni di risparmio Intesa in ragione di 3 warrant per ogni azione di risparmio Intesa con un prezzo di esercizio di Lire 1.907.

Come già detto, è stata riscontrata l'attuale convenienza a convertire i prestiti obbligazionari e ad esercitare i warrant in circolazione.

Pertanto, ai fini della stima si è assunta l'ipotesi dell'integrale conversione delle obbligazioni e dell'integrale esercizio dei warrant (ipotesi di *fully dilution*).

Il numero di azioni è stato così determinato pari a: n. 5.128.266.828 azioni ordinarie del valore nominale di Lire 1.000; n. 932.998.200 azioni di risparmio del valore nominale di Lire 1.000.

I numeri sopra riportati riflettono anche l'aumento di capitale conseguente alla già deliberata operazione di fusione per incorporazione in Intesa di Mediocredito Lombardo e Carime.

Alla data di riferimento della stima, il capitale sociale di Comit è pari a Lire 1.794.759.365.000. Esso è suddiviso in n. 1.784.365.691

azioni ordinarie del valore nominale di Lire 1.000 e in n. 10.393.674 azioni di risparmio del valore nominale di Lire 1.000.

L'entità e la composizione del capitale sociale di Comit non ha subito modifiche a tutt'oggi.

Occorre osservare che la fusione in esame si realizza mediante il concambio delle azioni sia ordinarie sia di risparmio di Comit con azioni ordinarie di Intesa. Le azioni di risparmio Comit vengono trattate, ai fini del concambio, come equivalenti alle azioni ordinarie. Ciò principalmente in ragione del fatto che da tempo le quotazioni delle azioni di risparmio espresse dal mercato borsistico coincidono sostanzialmente con le quotazioni delle azioni ordinarie. Le azioni di risparmio, inoltre, rappresentano in Comit una frazione trascurabile dell'intero capitale azionario.

Per le considerazioni che precedono, le indicazioni di valore contenute nel presente capitolo riguardano esclusivamente le azioni ordinarie di Intesa e di Comit. Il calcolo del valore unitario delle azioni ordinarie non può tuttavia prescindere dalla considerazione del fatto che le azioni di risparmio di Intesa e, molto marginalmente, di Comit hanno valori di mercato inferiori rispetto alle azioni ordinarie.

Pertanto, ai fini dell'espressione del valore unitario delle azioni ordinarie occorre ponderare adeguatamente il numero delle azioni di risparmio.

Ciò si ottiene 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 negli ultimi trenta giorni lavorativi terminanti il 3 ottobre 2000, scarto risultante dal confronto tra le rispettive medie dei prezzi di riferimento (fonte Bloomberg)¹.

Nel seguito sono esposti i risultati dall'applicazione dei criteri di stima descritti nei precedenti paragrafi, sia in termini di valori complessivi, sia in termini di valori unitari dell'azione ordinaria.

5.2. Valori complessivi, unitari e rapporti di cambio.

5.2.1. I risultati dell'applicazione del criterio principale.

Il criterio UEC complesso, assunto quale riferimento estimativo principale, porta alla definizione dei valori di Intesa e di Comit in funzione dei parametri descritti nelle pagine precedenti e nel seguito riassunti.

Tabella n. 13

	Intesa (in Lire/miliardi)	Comit (in Lire/miliardi)
Patrimonio netto rettificato complesso al 30.06.2000 (K')	54.307	24.882
Reddito medio normale atteso (R) ip.a) § 3.3.	3.250	1.370
Reddito medio normale atteso (R) ip.b) § 3.3.	3.333	1.488
Tasso di rendimento medio di settore (i)	7%	7%
Tasso di attualizzazione (i')	6%	6%
Orizzonte temporale (n)	5	5

I valori complessivi di Intesa e di Comit risultano pertanto così determinati:

¹ Il numero delle "azioni ordinarie equivalenti", calcolato nei termini qui descritti, è stato utilizzato ai fini della determinazione dei valori unitari delle azioni ordinarie anche nelle elaborazioni esposte nel precedente capitolo 4, ove pertinente.

- sulla base del reddito medio normale calcolato nell'ipotesi a) del paragrafo 3.3.:

Tabella n. 14

	Intesa (in Lire/miliardi)	Comit (in Lire/miliardi)
Patrimonio netto rettificato complesso al 30.06.2000 (K')	54.307	24.882
Badwill	(2.321)	(1.567)
Valore (W)	51.986	23.315

- sulla base del reddito medio normale calcolato nell'ipotesi b) del paragrafo 3.3.:

Tabella n. 14 bis

	Intesa (in Lire/miliardi)	Comit (in Lire/miliardi)
Patrimonio netto rettificato complesso al 30.06.2000 (K')	54.307	24.882
Badwill	(1.971)	(1.070)
Valore (W)	52.336	23.812

Tali valori complessivi corrispondono, in funzione di quanto specificato al precedente paragrafo 5.1., ai seguenti valori unitari dell'azione ordinaria ed al conseguente rapporto di cambio.

Ipotesi a) § 3.3 Tabella n. 15

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)	Rapporto di cambio
Valori unitari delle azioni ordinarie	9.162	12.992	1,42

Ipotesi b) § 3.3 Tabella n. 15 bis

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)	Rapporto di cambio
Valori unitari delle azioni ordinarie	9.223	13.269	1,44

5.2.2. I risultati dell'applicazione dei criteri di controllo.

5.2.2.1. Il criterio patrimoniale complesso.

L'applicazione del criterio patrimoniale complesso conduce alla definizione dei valori complessivi di Intesa e di Comit, in funzione dei parametri in precedenza descritti, come nel seguito riepilogati.

Tabella n. 16

	Intesa (in Lire/miliardi)	Comit (in Lire/miliardi)
Patrimonio netto rettificato al 30.06.2000 (K)	23.494	10.866
Valore della raccolta (I)	30.813	14.016
Valore (W)	54.307	24.882

Tali valori complessivi corrispondono, in considerazione di quanto specificato al precedente paragrafo 5.1., ai seguenti valori per azione ed al connesso rapporto di cambio.

Tabella n. 17

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)	Rapporto di cambio
Valori unitari delle azioni ordinarie	9.571	13.866	1,45

5.2.2.2. Il criterio reddituale.

L'applicazione del criterio reddituale è avvenuta in coerenza con le premesse metodologiche definite nei paragrafi 2.3.2. e 4.2.

Nel seguito si sintetizzano, distintamente per Intesa e Comit, le risultanze dell'applicazione del metodo in parola in funzione delle variabili rilevanti, **R** ed **i''**, in precedenza definite e secondo le due ipotesi di reddito medio normale descritte al paragrafo 3.3.

Ipotesi a) § 3.3 Tabella n. 18

	Intesa (in Lire/miliardi)	Comit (in Lire/miliardi)
Reddito medio normale atteso (R)	3.250	1.370
Tasso di capitalizzazione (i'')	7%	7%
Valore (W)	46.435	19.568

Ipotesi b) § 3.3 Tabella n. 18 bis

	Intesa (in lire/miliardi)	Comit (in lire/miliardi)
Reddito medio normale atteso (R)	3.333	1.488
Tasso di capitalizzazione (i'')	7%	7%
Valore (W)	47.618	21.259

I suddetti valori complessivi corrispondono ai seguenti valori per azione ed al connesso rapporto di cambio:

Ipotesi a) § 3.3 Tabella n. 19

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)	Rapporto di cambio
Valori unitari delle azioni ordinarie	8.183	10.904	1,33

Ipotesi b) § 3.3 Tabella n. 19 bis

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)	Rapporto di cambio
Valori unitari delle azioni ordinarie	8.392	11.846	1,41

5.2.2.3. Il criterio dei multipli di Borsa.

L'applicazione del metodo in parola porta alla formazione di valori per azione ordinarie di Intesa e di Comit, riportati alla precedente Tabella n. 7, e qui di seguito per chiarezza riesposti accanto ai rapporti di cambio che esprimono.

Tabella n. 20

	Valore per Azione (in Lire)		Rapporto di Cambio
	Intesa	Comit	
Con P / E (dati interni)	8.387	12.329	1,47
Con P / E (<i>consensus</i>)	8.557	10.902	1,27
Con P / BV (dati interni)	9.107	12.575	1,38
Con P / BV (<i>consensus</i>)	8.463	12.327	1,46

5.2.2.4. Il criterio della regressione lineare.

Tenuto conto dei dati di ROE e di P/BV indicati al par. 4.4. (Tabelle 8-9), è possibile quantificare il valore delle azioni ordinarie di Intesa e di Comit. A tal fine i multipli P/BV dianzi identificati sono stati applicati alle rispettive grandezze di patrimonio netto per azione di Intesa e di Comit già determinati ai fini della stima del valore unitario dell'azione ordinaria con il metodo dei multipli di Borsa.

Nel seguito si riportano i valori unitari delle azioni ordinarie di Intesa e di Comit ottenuti in funzione dei valori di ROE atteso e di P/BV medio per azione desunti dai Piani di Intesa, nonché i valori

ottenuti in corrispondenza dei dati di ROE atteso e di P/BV medio per azione desunti dalle stime degli analisti finanziari (fonte Bloomberg).

Tabella n. 21

	Valore per Azione (in Lire)		Rapporto di Cambio
	Intesa	Comit	
Analisi del ROE (dati interni)	9.500	13.148	1,38
Analisi del ROE (<i>consensus</i>)	9.209	11.897	1,29

5.2.2.5. Il criterio delle quotazioni di Borsa.

Sulla base delle medie delle quotazioni di borsa riportate al par. 4.5., si ottengono i seguenti rapporti di cambio.

Tabella n. 22

	Intesa (in Lire)	Comit (in Lire)	Rapporto di Cambio
Media aritmetica 12 mesi	8.024	10.375	1,29
Media aritmetica 9 mesi	8.090	10.215	1,26
Media aritmetica 6 mesi	8.556	10.737	1,25
Media aritmetica 3 mesi	9.048	11.222	1,24
Media aritmetica 1 mese	8.499	11.280	1,33
Fixing al 3.10.2000	8.624	11.343	1,32

Come emerge dalla precedente tabella, la variabilità dei rapporti di cambio è relativamente contenuta. I dati di massimo e di minimo rimangono infatti entro una complessiva differenza di circa il 7%. Ai fini del concambio si assumono i rapporti riferiti al periodo più breve (1 mese) ed al periodo più ampio (1 anno) delle osservazioni eseguite, queste appaiono allineate con le indicazioni più recenti del mercato espresse dal concambio puntuale al 3.10.2000.

5.2.2.6. Il criterio delle contribuzioni.

Il criterio delle contribuzioni è ordinato alla determinazione del "peso" relativo, rispetto al complesso aziendale risultante, delle aziende che si integrano per effetto della fusione. Il criterio in esame, dunque, non esprime valori assoluti ma soltanto rapporti espressivi, in termini percentuali, del contributo relativo offerto dalle due aziende rispetto a quella unitaria che risulterà dall'operazione di fusione. Il contributo relativo trova poi sintesi in un rapporto qui utilizzato con finalità di riscontro della congruità dei risultati emergenti dall'applicazione del criterio principale.

Rapportando il contributo percentuale apportato dalla Società incorporanda Comit al contributo percentuale riveniente dalla Società incorporante Intesa, tenuto conto del rispettivo numero di azioni, si ottiene una serie di rapporti di cambio in corrispondenza di ciascuna grandezza osservata, come riepilogato nella seguente tabella:

Tabella n. 23

	Rapporti di Cambio Impliciti
Margine di Interesse 31.12.1999	1,36
Margine di Intermediazione 31.12.1999	1,44
Risultato Lordo di Gestione 31.12.1999	1,49
Utile Netto 31.12.1999	0,98
Patrimonio Netto al 30.06.2000	1,44
Impieghi al 30.06.2000	1,46
Raccolta Diretta al 30.06.2000	1,29
Raccolta Gestita al 30.06.2000	1,16
Raccolta Amministrata al 30.06.2000	1,91
Media dei Contributi	1,39

Va ricordato, come illustrato nelle premesse metodologiche, che i rapporti di contribuzione sopra riportati non assumono significato in sé, quanto nel loro complesso.

In ragione delle considerazioni ora svolte, ai fini delle determinazioni assunte si è considerato il dato medio dei risultati emersi dall'applicazione del metodo delle contribuzioni.

5.3. L'analisi di sensitività.

Si è proceduto a riscontrare la significatività dei risultati emergenti dall'applicazione dei criteri di stima economico-analitici mediante l'analisi di sensitività.

In particolare, sono state modificate, entro limiti ragionevoli ed in modo omogeneo per le due Banche oggetto di stima, alcune assunzioni di fondo dei criteri in parola quali i coefficienti di avviamento sulla raccolta diretta ed indiretta, la ponderazione dei redditi nella determinazione del reddito medio-normale atteso, i tassi di rendimento, di attualizzazione e di capitalizzazione.

Tale analisi ha evidenziato una sostanziale stabilità dei rapporti di cambio, che rimangono invariati o subiscono variazioni assolutamente marginali.

5.4. Le principali difficoltà di valutazione.

Il disposto dell'art. 2501-*quater* cod. civ. impone agli amministratori delle Società interessate alla fusione di segnalare le "difficoltà di valutazione" eventualmente incontrate dal perito nel corso del processo valutativo che ha portato alla determinazione del rapporto di cambio.

Pertanto, nel seguito si descrivono le specifiche “difficoltà di valutazione” incontrate nella stima.

- a) Utilizzo del bilancio consolidato quale riferimento principale per la determinazione del patrimonio netto rettificato e del reddito medio-normale atteso. 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 obbligazioni convertibili e di warrant. L'esistenza delle obbligazioni e dei diritti in questione impone di verificare la convenienza all'esercizio della conversione / del diritto al tempo della stima.
- c) Esistenza di azioni ordinarie e di azioni di risparmio. Il calcolo del valore unitario della azione ordinaria in presenza di rilevanti scarti di quotazione tra azioni ordinarie e di risparmio impone la determinazione del numero di azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio considerate.
- d) La fase di trasformazione del Gruppo Intesa. Il recente ingresso del Gruppo Comit all'interno del Gruppo Intesa ha determinato difficoltà nella ricostruzione del reddito complessivo degli esercizi 1998 e 1999 delle società componenti l'attuale Gruppo Intesa. Il reddito complessivo degli esercizi in parola è stato pertanto calcolato sulla base di un conto economico aggregato dei Gruppi Intesa e Comit.

e) L'utilizzo di dati reddituali previsionali. Ai fini della presente stima sono stati impiegati dati previsionali tratti dai budget e dai piani economici delle Società. Tali dati per loro natura presentano profili di incertezza.

6. CONCLUSIONI.

Alla luce dei risultati delle analisi riportate nei paragrafi precedenti è possibile esprimere un giudizio finale in merito ai rapporti di cambio.

A tal fine si riassumono i rapporti di cambio desunti dall'applicazione dei diversi metodi.

Tabella n. 24

	Rapporto di Cambio
Criterio di valutazione principale	
Criterio misto UEC complesso (§ 5.2.1.)	1,42 – 1,44
Criteri di valutazione di controllo	
Criterio patrimoniale complesso (§ 5.2.2.1.)	1,45
Criterio reddituale (§ 5.2.2.2.)	1,33 – 1,41
Criterio dei multipli di Borsa – P/E	1,37
(media Dati interni e consensus) (§ 5.2.2.3.)	
Criterio dei multipli di Borsa -- P/BV	1,42
(media Dati interni e consensus) (§ 5.2.2.3.)	
Criterio della regressione lineare	1,34
(media Dati interni e consensus) (§ 5.2.2.4.)	
Criterio delle quotazioni di Borsa (§ 5.2.2.5.)	1,29 – 1,33
Criterio delle contribuzioni (§ 5.2.2.6.)	1,39

La scelta del rapporto di cambio deve essere condotta anzitutto sul riferimento offerto dalle risultanze del criterio considerato come principale.

I criteri di controllo assolvono ad una funzione complementare. Essi infatti esprimono, in profili e prospettive diversi tra loro e rispetto

alle “dimensioni” riflesse nel criterio principale, il rapporto tra i valori delle Banche oggetto di stima. Per quanto secondari, i risultati dei criteri di controllo, fondati come sono su profili e prospettive comunque rilevanti, concorrono nel loro insieme a definire l’area di maggiore concentrazione e convergenza dei rapporti di cambio.

Ciò considerato, l’area in questione trova come dati di riferimento più significativi, in quanto espressi dal criterio principale, i rapporti di cambio 1,42-1,44 azioni ordinarie Intesa per una azione ordinaria o di risparmio Comit.

Intorno a questi dati, si collocano i rapporti di cambio risultanti dall’applicazione dei molteplici criteri di controllo.

In particolare, in tale ambito, i criteri economico-analitici segnalano un rapporto massimo di 1,45 ed un rapporto minimo di 1,33; il criterio delle contribuzioni si colloca in prossimità del rapporto di 1,40; i criteri di mercato esprimono nel loro complesso un *range* compreso tra 1,29 e 1,42.

I rapporti desunti dai criteri di controllo indicano dunque una fascia di maggiore ampiezza che si colloca sostanzialmente tra 1,30 ed 1,45. Individuano inoltre una fascia più ristretta e senz’altro più significativa poiché collocata nell’intorno del rapporto di cambio desunto dal criterio principale e segnalata dal più elevato numero di osservazioni. Tale fascia è compresa, arrotondando, tra 1,40 ed 1,45.

La fascia compresa tra 1,40 e 1,45 azioni ordinarie Intesa per una azione ordinaria o di risparmio Comit descrive, dunque, per le considerazioni dianzi svolte, l’insieme dei rapporti di cambio

giudicati più significativi ed egualmente congrui nel profilo economico e finanziario.

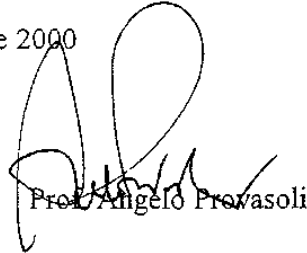
Tutto ciò premesso, rilevato che le valutazioni di fusione devono assicurare piena tutela delle posizioni delle minoranze, specie quando la società incorporante controlla la società incorporata, nella scelta del rapporto finale di concambio si suggerisce ai Consigli di orientarsi verso l'estremo superiore della fascia di rapporti sopra indicata.

In fede.

Milano, 8 ottobre 2000



Lazard & C. S.r.l.



Prof. Angelo Provasoli



Alberto Negri
MEDIOBANCA S.p.A.

