

FAIRNESS OPINION RILASCIATA A SANPAOLO IMI S.P.A.
DAL PROF. E. FILIPPI E DAL PROF. C. PASTERIS
IN ORDINE ALL'OPERAZIONE DI CESSIONE DI ATTIVITÀ
A CRÉDIT AGRICOLE S.A.

[QUESTA PAGINA È STATA LASCIATA INTENZIONALMENTE IN BIANCO]

Torino, 8 novembre 2006

Al Consiglio d'Amministrazione
San Paolo IMI S.p.A.
Torino

Oggetto: parere sulle condizioni economiche pattuite nella cessione da parte di Banca Intesa a Crédit Agricole delle partecipazioni nella Cassa di Risparmio di Parma e Piacenza e nella Banca Popolare Friul Adria, nonché di 193 sportelli di Banca Intesa.

Osservazioni sull'acquisto da parte di Banca Intesa di una opzione call avente per oggetto una partecipazione di controllo in Caam SGR di proprietà di Crédit Agricole.

Egregi Signori,

ci avete descritto i termini e le condizioni relativi agli acquisti in corso di definizione fra Banca Intesa e Crédit Agricole di cui all'oggetto e, considerando che Crédit Agricole è azionista rilevante di Banca Intesa, avete chiesto la nostra opinione (Fairness Opinion) sulle condizioni economiche pattuite nelle prospettate acquisizioni (complessivamente nel seguito: "la Transazione").

Il presente lavoro si propone di verificare la congruità del prezzo complessivo pattuito nella Transazione.

Descrizione della Transazione

A. Cessione da parte di Intesa a Crédit Agricole di:

- Una Partecipazione del 100% del capitale di Cariparma
- Una Partecipazione del 76.05% del capitale di Friuladria
- Una Rete di 193 sportelli bancari ("**Sportelli**")

Per un prezzo complessivo pari a € 5.966,5 milioni così suddivisi:

- € 3.800,0 milioni per la partecipazione in Cariparma
- € 836,5 milioni per la partecipazione in Friuladria
- € 1.330,0 milioni per gli Sportelli

B. Modifica del contratto di compravendita tra Banca Intesa e Crédit Agricole stipulato il 24 ottobre 2005 relativo a CAAM SGR (in precedenza Nextra SGR), che prevede, tra gli altri aspetti, l'acquisto da parte di Banca Intesa e la vendita da parte di Crédit Agricole di una opzione *call/put* su una partecipazione del 65% di Crédit Agricole in CAAM.

Il prezzo di esercizio di queste opzioni sarà pari al prezzo originalmente corrisposto da Crédit Agricole a Banca Intesa per l'acquisto di CAAM (al netto di eventuali aumenti di capitale sottoscritti da Banca Intesa), aggiustato per tener conto di:

- I. La sottrazione del dividendo percepito da Crédit Agricole dalla data di esecuzione dell'acquisto alla data di esercizio dell'opzione.
- II. La somma dell'interesse maturato sulla somma inizialmente corrisposta, capitalizzato ad un tasso del 9.0%

Informazioni ricevute e analizzate

Abbiamo ricevuto i seguenti documenti, dati, elaborazioni ed informazioni (le "Informazioni"):

- La puntuazione di contratto tra Crédit Agricole e Banca Intesa ("**Termsheet**")
- Bilanci CR Parma 2004-2005
- Bilanci BP Friuladria 2004-2005
- Relazione Semestrale CR Parma al 30.06.06
- Relazione Semestrale BP Friuladria al 30.06.06
- Proiezioni finanziarie e patrimoniali di CR Parma, BP Friuladria e relative ai 193 sportelli per gli anni 2006-2009

Sanpaolo IMI ci ha inoltre messo a disposizione dati contabili ed elaborazioni valutative, nonché una serie di proiezioni e simulazioni della gestione futura di CR Parma, BP Friuladria e dei 193 sportelli.

Abbiamo discusso i documenti sopra indicati, per quanto di competenza, con le strutture di Sanpaolo IMI che ci hanno messo a disposizione la documentazione relativa alle entità coinvolte nella Transazione.

Abbiamo inoltre discusso, per quanto di competenza, la documentazione consultata con lo studio legale Benessia Maccagno (quanto alle bozze contrattuali), consulente legale di Sanpaolo IMI, e con Citigroup, Advisor Finanziario di Sanpaolo IMI.

Ottica Stand-Alone: richiamando un principio corrente della prassi valutativa per operazioni di acquisizione, le valutazioni sotto esposte sono state condotte in ipotesi di autonomia operativa di ciascuna delle Banche (ossia, ignorando l'impatto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dalla Transazione).

Metodologie di Valutazione Adottate

Ai fini della valutazione delle Banche e degli Sportelli, sulla base di tali considerazioni e avuto riguardo alle caratteristiche proprie delle società, della tipologia di attività e dei mercati di riferimento in cui le stesse operano, i metodi di valutazione adottati per la stima del valore economico sono stati i seguenti:

- Metodo dei Flussi di Dividendi Attualizzati (Dividend Discount Model o "**DDM**")
- Metodi dei multipli di mercato delle Società Quotate Comparabili
- Metodo della Retta di Regressione (o Value Map)
- Metodo delle Operazioni Comparabili

Gli ultimi tre metodi svolgono la funzione di controllo dei risultati della valutazione fondamentale basata sui flussi di cassa per gli azionisti (DDM).

Per la valutazione dei termini finanziari dell'operazione relativa a CAAM si è invece proceduto ad analizzare il meccanismo di aggiustamento del prezzo, assumendo la congruità di quello corrisposto da Crédit Agricole a Banca Intesa in occasione della operazione originaria.

Nessuna verifica è stata da noi effettuata sulla veridicità dei dati e delle elaborazioni forniteci.

Il nostro giudizio si limita quindi ad un esame della correttezza delle procedure adottate e dell'adeguatezza dei parametri utilizzati quali risultanti dalla documentazione fornitaci per pervenire ad un giudizio sulla congruità dei termini della transazione ed ha come data di riferimento il 30 giugno 2006.

Vediamo quindi l'impostazione dei vari metodi ed i risultati che ne derivano.

DDM

Il metodo dei flussi dei dividendi attualizzati, noto in letteratura come modello Gordon-Shapiro, si fonda sul principio che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che la società corrisponderà agli azionisti.

Il metodo dei flussi di dividendi attualizzati definisce il valore di una società come somma:

1. del valore attuale dei flussi di cassa disponibili in futuro per i propri azionisti, e pari al flusso dei dividendi potenzialmente distribuibili, in un orizzonte temporale di previsione analitica e in coerenza con un livello di patrimonializzazione considerato adeguato; e
2. del valore attuale del Valore Terminale (VT), ovvero sia il valore economico della società dopo l'orizzonte temporale di previsione analitica (in ipotesi di crescita perpetua costante dei flussi di dividendo).

È importante sottolineare che l'approccio adottato prescinde dalle politiche di distribuzione degli utili che saranno effettivamente adottate dalle società oggetto di valutazione.

Il valore economico di una società secondo il metodo del DDM è stimato attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{Div_t}{(1+k_e)^t} + \frac{VT}{(1+k_e)^n}$$

con

$$VT = \frac{Div_n \times (1+g)}{(k_e - g)}$$

Dove:

VE = Valore Economico della società ;

VT = Valore Terminale, pari al valore della società nell'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica dei flussi di dividendo;

Div_t = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t del periodo di

previsione analitica;

Div_n = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica (anno n);

n = numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo;

k_e = tasso di sconto, pari al costo del capitale proprio (cost of equity) della società;

g = tasso di crescita dei flussi di dividendo oltre il periodo di previsione analitica.

Nell'applicazione del DDM sono identificabili le seguenti fasi:

- A. Previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;
- B. Determinazione del tasso di sconto k_e e del tasso di crescita g;
- C. Calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica e calcolo sintetico del Valore Terminale;
- D. Sviluppo di scenari alternativi, analisi di sensitività delle stime al variare del tasso di sconto e del tasso di sviluppo.

- A. Previsione dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nell'orizzonte temporale di previsione analitica.

Ai fini di questa valutazione, è stato ipotizzato quale intervallo temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo il periodo 2006-2015, oltre al quale il valore delle Banche e degli Sportelli è stato calcolato sinteticamente tramite il Valore Terminale.

La stima analitica dei dati di conto economico e stato patrimoniale per gli anni 2006-2009 è basata sul Piano finanziario-economico redatto dalle società. Per gli anni 2010-2015 sono state invece sviluppate ipotesi di crescita c.d. inerziale coerenti con il profilo finanziario e operativo delle Banche e con le aspettative di crescita del mercato.

La stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo 2006 – 2015 è stata effettuata nell'ipotesi che le Banche mantengano un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportarne lo sviluppo futuro, identificato in un rapporto patrimonio di base core su attività ponderate pari al 7% (core Tier I ratio).

- B. Determinazione del tasso di sconto k_e e del tasso di crescita g.

Il tasso di sconto dei flussi di dividendo corrisponde al rendimento che un investitore richiederebbe per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile. Esso rappresenta, dunque, il rendimento atteso del capitale di rischio proprio delle Banche (costo del capitale proprio o *cost of equity*).

Coerentemente con la prassi valutativa, tale tasso è stato calcolato utilizzando il modello del Capital Asset Pricing ("CAPM"). Secondo il CAPM, il costo del capitale è determinato come dalla seguente formula:

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

Dove:

r_f = tasso di rendimento di un investimento privo di rischio (*risk free*). Tenuto conto

dell'intervallo temporale di riferimento, è stato assunto quale tasso privo di rischio il rendimento *benchmark* di titoli di stato italiani con scadenza decennale. **Rf utilizzato pari a 4.03%**

$(r_m - r_f)$ = il c.d. premio che un investitore richiede in caso di investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (*risk premium*). Tale premio al rischio è stato stimato – sulla base di serie storiche di lungo periodo – pari al 5,0%; recenti ricerche (Andrea Sironi, *La stima del costo del capitale e la creazione di valore nelle banche italiane*, Edibank) confermano l'adeguatezza di questa misura;

β = coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo del titolo della società oggetto di analisi e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (*beta* o β). Il beta misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato. Il **beta utilizzato è pari a 1.13**, corrispondente alla mediana dei *Beta Adjusted* di un Gruppo costituito dalle principali banche italiane su un orizzonte temporale di 5 anni rilevato settimanalmente. Tale valore appare adeguato, considerando che le banche oggetto della transazione non sono quotate. Pertanto il costo del capitale proprio utilizzato nell'attualizzazione è pari al 9,7%.

Il tasso di crescita g , necessario al calcolo del Valore Terminale, è stato assunto pari al **2,5%** per entrambe le Banche, coerentemente con le aspettative di inflazione di medio-lungo termine in Europa.

C. Calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica e del Terminal Value

I flussi di dividendo analiticamente determinati nell'intervallo temporale 2006-2015 sono stati attualizzati utilizzando come tasso di sconto il costo del capitale come sopra determinato.

Il Valore Terminale è stato calcolato applicando al flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica la formula della rendita perpetua crescente secondo il fattore di crescita g .

D. Analisi di Sensitività

La valutazione ottenuta applicando il DDM è stata sottoposta a numerose analisi di sensitività al fine di valutare l'impatto sullo stesso di una variazione delle ipotesi relative al costo del capitale k_e e al tasso di crescita g .

L'esercizio di valutazione, ha portato all'identificazione dei seguenti valori:

Estremo superiore dell'intervallo

€ m	Valore			P / NAV	P /	Avviamento /
		PE07	PE08	rett. 1H06	Sportelli	Sportelli
Cariparma	3,655	14.9x	13.4x	3.46x	11.8	NS
Friuladria @ 100%	978	15.2x	14.1x	2.09x	6.6	NS
Friuladria @ 76.05%	744					
Sportelli	1,607	14.4x	13.9x	4.38x	8.3	6.7
Totale @ Friuladria 100%	6,240	14.8x	13.6x	3.30x	9.6	
Totale @ Friuladria 76.05%	6,006					

Estremo inferiore dell'intervallo

€ m	Valore	PE07	PE08	P / NAV rett. 1H06	P / Sportelli	Avviamento / Sportelli
Cariparma	3,297	13.5x	12.1x	3.12x	10.6	NS
Friuladria @ 100%	895	14.0x	12.9x	1.91x	6.0	NS
Friuladria @ 76.05%	681					
Sportelli	1,461	13.1x	12.7x	3.98x	7.6	5.9
Totale @ Friuladria 100%	5,653	13.4x	12.4x	2.99x	8.7	
Totale @ Friuladria 76.05%	5,439					

Metodo dei multipli di mercato delle Società Quotate Comparabili

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quelle oggetto di valutazione. Tale metodo si basa sull'assunto generale che in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società riflette le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili futuri ed il grado di rischio ad esso associato.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato si articola nelle seguenti fasi:

- A. Selezione del campione di riferimento;
- B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento;
- C. Identificazione dei rapporti fondamentali (i c.d. multipli) ritenuti significativi e rappresentativi per ciascuna società da valutare;
- D. Determinazione del livello dei parametri prospettici rilevanti delle società rappresentate nel campione e calcolo dei multipli;
- E. Identificazione dell'intervallo di multipli e sua applicazione alla società oggetto di valutazione, determinando un intervallo di valori per la società medesima.

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

A. Selezione del campione di riferimento

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

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

Ai fini della presente analisi, è stato selezionato un campione italiano, inclusivo di banche italiane, con presenza nazionale o multi-regionale;

	<u>Mkt. Cap. €m</u>	<u>P/E 07</u>	<u>P/E 08</u>	<u>P / PNR rett. 1H06 (1)</u>
CAP	17,421	12.4x	10.7x	2.44x
MPS	14,651	13.5x	11.8x	2.23x
BPVN	8,445	11.8x	10.4x	2.25x
BPU	7,595	12.1x	10.8x	2.18x
BL	6,047	20.0x	17.9x	3.20x
BPM	4,574	12.7x	10.7x	1.84x
CRF	3,355	17.4x	15.2x	2.85x
CRE	3,154	12.9x	11.9x	2.77x

Note: (1) Per Credito Emiliano il valore di patrimonio netto rettificato è al 1Q06

B. Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento.

Ai fini del calcolo del valore di Borsa delle società inserite nel campione è stato utilizzato l'ultimo prezzo disponibile in data 6 ottobre 2006.

C. Identificazione dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.

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

- ▶ Rapporto Prezzo/Utili Prospettici (“P/U”);
- ▶ Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto Rettificato (“P/PNR”);

Il PNR è stato calcolato rettificando il patrimonio netto stimato al 30 dicembre 2006, delle società considerate per tenere conto di una serie di poste rettificative di cui la più importante è la deduzione degli attivi immateriali.

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

Con riferimento ai dati di utili attesi per il 2006, 2007 e 2008 utilizzati nella presente analisi in relazione alle società incluse nel campione, sono state utilizzate le stime fornite da Multex espressive del consenso presso gli analisti finanziari (“Consensus”).

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

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

L'esercizio di valutazione, ha portato all'identificazione dei seguenti valori:

	P/E 07	P/E 08	P / PNR rett. 1H06
Min	11.8x	10.4x	1.84x
Mediana	12.8x	11.3x	2.34x
Media	14.1x	12.4x	2.47x
Max	20.0x	17.9x	3.20x

Valutazione implicita €m

Cariparma	3,126	3,083	2,470
Friuladria @ 100%	819	786	1,095
Friuladria @ 76.05%	623	598	833
Sportelli	1,422	1,306	859
Totale	5,171	4,987	4,162

Metodo della Retta di Regressione (o Value Map)

Per le valutazioni aziendali viene spesso utilizzato il Metodo della Retta di Regressione. Esso stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra redditività prospettica del capitale proprio della società e il relativo premio, o sconto, espresso dai prezzi di borsa rispetto al patrimonio netto rettificato della stessa.

Tale correlazione può essere rappresentata tramite una regressione statistica dei dati riguardanti la redditività (espressa dall'atteso Return on Average Equity o "ROE") ed il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato per un campione significativo di società comparabili.

Una volta calcolati, i parametri di questa relazione, se ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al ROE prospettico e al patrimonio netto rettificato della società oggetto di stima per derivarne il valore teorico cui sarebbe valutata dal mercato sulla base della correlazione riscontrata.

L'applicazione del Metodo della Retta di Regressione si articola nelle seguenti fasi:

1. selezione del campione di riferimento;
2. determinazione del ROE prospettico e del rapporto P/PNR corrente per le società del campione nell'orizzonte temporale considerato;
3. calcolo della retta di regressione lineare tra ROE e P/PNR; se statisticamente significativi, applicazione dei parametri della regressione statistica ai fini della determinazione del valore economico teorico attribuibile alle società oggetto di analisi.

Similmente a quanto fatto per il Metodo dei Multipli di Mercato, al fine di riflettere le caratteristiche di SPIMI e Intesa, si è utilizzato un campione composto da banche quotate italiane.

	P / PNR rett. 1H06 (1)	ROAE 08 rett.
CAP	2.44x	18.5%
MPS	2.23x	16.3%
BPVN	2.25x	17.8%
BPU	2.18x	16.6%
BL	3.20x	18.1%
BPM	1.84x	14.7%
CRF	2.85x	15.6%
CRE	2.77x	17.6%

Il valore economico delle Banche è stato determinato tenendo conto della regressione lineare calcolata secondo la seguente relazione:

$$P/PNR = i + c \cdot ROE$$

Dove:

P/PNR = multiplo da applicare al PNR della società oggetto di valutazione ai fini della determinazione del valore del capitale economico

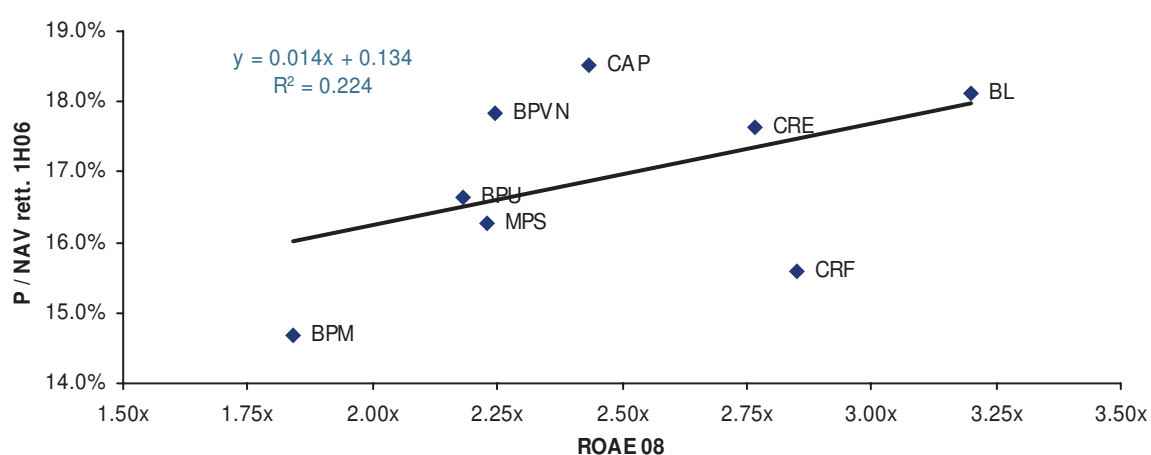
i = rappresenta l'intercetta della retta di regressione che interpola i dati oggetto dell'osservazione

c = rappresenta il coefficiente angolare della retta di regressione

ROE = rappresenta il ROE della società oggetto di valutazione

La relazione ottenuta è tanto più soddisfacente in termini di adeguatezza del modello quanto più l'indice R², che misura la dispersione delle osservazioni intorno alla retta, si avvicina al 100%.

La valutazione in base al metodo della retta di regressione, che presenta un indice R² piuttosto basso, ha portato ai seguenti risultati:



	ROAE 08	PNR 1H06	P/PNR ret	Valore € m
Cariparma	18.5%	1,055.5	2.72x	2,867
Friuladria @ 76.05%	13.3%	355.9	1.91x	681
Sportelli	22.1%	366.8	3.28x	1,203
Totale				4,751

Metodo delle Operazioni Comparabili

Il metodo delle Operazioni Comparabili è basato sull'analisi dei prezzi pagati in operazioni di acquisizione ritenute comparabili alla Transazione:

Al fine di definire il campione di riferimento comparabile sono state considerate per la valutazione di CR Parma e BP Friuladria oltre 25 operazioni di acquisizione avvenuti in Italia dal 1996 ad oggi, selezionandole sulla base dei seguenti criteri:

- Trasferimento del controllo
- Dimensione comparabile
- Caratteristiche operative comparabili

Al fine di definire il campione di riferimento comparabile sono state considerate per la valutazione degli sportelli oltre 15 operazioni di acquisizione di sportelli avvenute in Italia dal 1996 ad oggi.

In base allo stesso approccio utilizzato per il metodo dei multipli di mercato delle Società Quotate Comparabili, sono stati individuati dei parametri considerati rilevanti per il calcolo dei multipli da applicare alle Banche e agli Sportelli:

- Per le banche: il rapporto tra prezzo e patrimonio netto (P/PN) e il rapporto tra prezzo e numero di sportelli
- Per gli sportelli: il rapporto tra avviamento e numero di sportelli e il rapporto tra avviamento e raccolta diretta e indiretta

L'esercizio di valutazione, ha portato all'identificazione dei seguenti valori:

Multipli M&A dal 1998

	Sportelli	PNR		Multipli		Valutazione implicita		
		05	1H06	P/PN	Sport.	Sport.	PNR 05	PNR 1H06
Friuladria @ 100%	149	482	468	2.8	8.3	1,243	1,333	1,294
Friuladria @ 76.05%						945	1,014	984
CR Parma	310	923	1,055	2.8	8.3	2,586	2,551	2,918

In €m	Sportelli	PNR		Multipli		Valutazione di cui	
		05	1H06	Avviamento	/ Sport.	Implicita	avviamento
Rete Sportelli	193	319	367	2.4		837	470
Rete Sportelli	193			2.5		842	475

Raccolta diretta	Sportelli	Multipli		Valutazione di cui	
		Avviamento	/ Raccolta	Implicita	avviamento
Rete Sportelli	7,796	27%		2,448	2,081

TOTALE €m	4,368
	5,979

CAAM SGR

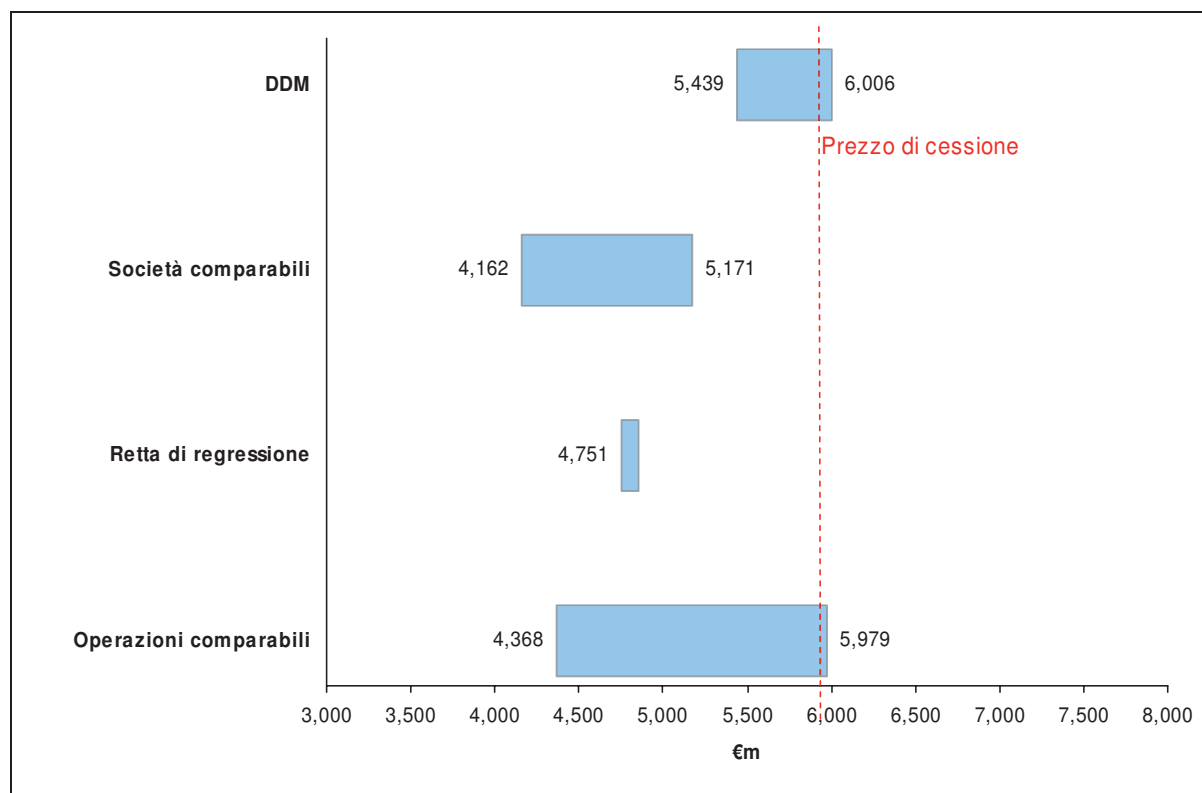
Come anticipato, il prezzo di esercizio relativo all'opzione su CAAM ha come punto di partenza il prezzo originariamente pagato da Crédit Agricole. Il Termsheet analizzato conferma che oggetto della transazione saranno il complesso di attività e passività corrispondente alla transazione originaria. Il presente documento non si propone di esprimere un giudizio sulla congruità dell'operazione originaria, ma di esprimere alcune considerazioni sui meccanismi di aggiustamento:

- I. La sottrazione del dividendo percepito da Crédit Agricole dalla data di esecuzione dell'acquisto alla data di esercizio dell'opzione
- II. La somma dell'interesse maturato sulla somma inizialmente corrisposta, capitalizzato ad un tasso del 9.0%

Tale meccanismo appare appropriato. Il tasso di capitalizzazione si situa nella parte alta dell'intervallo congruo che ha come due estremi: il tasso di rendimento finanziario di un investimento e il tasso che valuta il costo opportunità dell'investimento effettuato da Crédit Agricole e che deve essere calcolato avendo come riferimento la formula del costo del capitale.

Conclusioni

Sulla base delle metodologie sopraesposte, è stato derivato il seguente intervallo di prezzi per il complesso delle attività oggetto di cessione:



Sulla base della documentazione consultata e discussa con la Vostra struttura e con i Vostri consulenti legali e finanziari, e sulla base di quanto sopra esposto, siamo in grado di esprimere il nostro parere sulle condizioni economiche della Transazione.

Dette condizioni, qualora i prezzi definitivamente pattuiti siano quelli indicati nella descrizione della Transazione, possono essere considerate congrue e corrispondenti ai valori economici degli assets oggetto della Transazione stessa.

Il prezzo complessivo pattuito si colloca all'interno dell'intervallo dei prezzi congrui risultanti dall'applicazione del metodo analitico di valutazione e vicino al limite massimo della stima risultante dal confronto con operazioni comparabili ed è superiore ai risultati degli altri metodi sintetici di confronto, peraltro, come indicato in relazione, dotati di minore significatività.

Il presente parere vi viene fornito senza alcuna nostra responsabilità in ordine al contenuto delle Informazioni che ci sono state trasmesse, la cui veridicità e completezza abbiamo assunto per le finalità dell'incarico.

Ringraziando per la fiducia accordataci, porgiamo i migliori saluti.

Prof. Enrico Filippi

Prof. Carlo Pasteris