

**Credito Artigiano S.p.A.**

e

**Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A.**

Relazione della società di revisione  
sul rapporto di cambio delle azioni  
ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile

## **Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile**

Agli Azionisti di:

Credito Artigiano S.p.A.

e

Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A.

### **1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO**

Nell'ambito della prospettata operazione di fusione per incorporazione ("Fusione") di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. ("Carifano") in Credito Artigiano S.p.A. ("Credito Artigiano" e, congiuntamente a Carifano, le "Banche"), in data 30 settembre 2011, siamo stati nominati su istanza delle Banche stesse dal Tribunale di Milano quale esperto congiunto incaricato di redigere, ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio finalizzato ad individuare il numero di azioni ordinarie di Credito Artigiano spettanti agli Azionisti di Carifano per ciascuna azione di Carifano dagli stessi posseduta ("Rapporto di Cambio").

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Banche il progetto di fusione approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 9 agosto 2011, redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile, e le relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione, redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, che indicano, illustrano e giustificano, il Rapporto di Cambio.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle convocande Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Credito Artigiano e di Carifano.

### **2. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE**

Il presente documento illustra i metodi seguiti dai Consigli di Amministrazione delle Banche, unitamente alle eventuali difficoltà dagli stessi incontrate nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Banche, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Credito Artigiano e di Carifano. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione delle Banche, avvalendosi anche dell'assistenza fornita dai rispettivi consulenti.

In particolare, i Consigli di Amministrazione di Credito Artigiano e Carifano si sono avvalsi rispettivamente del supporto degli *advisor* indipendenti Equita SIM S.p.A. (“Equita”) e Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. (“Deloitte” e, congiuntamente a Equita, i “Consulenti”).

### 3. SINTESI DELL’OPERAZIONE

La Fusione rientra nell’ambito del più ampio progetto di riorganizzazione societaria del Gruppo Credito Valtellinese (“Progetto di Riassetto”), approvato dal Consiglio di Amministrazione della Capogruppo Credito Valtellinese S.c. (“Creval”) in data 22 febbraio 2011 e, per gli aspetti di propria competenza, anche dal Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano in pari data e nella successiva riunione dell’8 marzo 2011.

In tale contesto, come comunicato al mercato dalla Capogruppo Creval in data 22 febbraio 2011, in occasione della presentazione del Piano Strategico 2011-2014 del Gruppo, sono state individuate le seguenti operazioni di natura straordinaria:

- ◊ Fusione CA I: fusione per incorporazione in Credito Artigiano di Banca Cattolica S.p.A. e Credito del Lazio S.p.A..
- ◊ Fusione CV: fusione per incorporazione in Creval di Banca dell’Artigianato e dell’Industria S.p.A., Credito Piemontese S.p.A. e Bancaperta S.p.A..
- ◊ Fusione CA II: fusione per incorporazione in Credito Artigiano di Carifano e successivo, ma pressoché contestuale, scorporo di un ramo di azienda composto da tutti gli sportelli operanti nelle regioni Umbria e Marche, a favore della banca di nuova costituzione denominata “Nuova Carifano S.p.A.” (“Nuova Carifano”) il cui iter autorizzativo, alla data della presente relazione, non è stato ancora concluso.

I procedimenti previsti dalla disciplina civilistica e di settore relativi alle sopra citata Fusione CA I sono già stati conclusi. In particolare, in data 6 settembre 2011 le Assemblee Straordinarie di Credito Artigiano, di Banca Cattolica S.p.A. e Credito del Lazio S.p.A. hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di queste ultime due società in Credito Artigiano.

Con riferimento alla Fusione CA II, in data 9 agosto 2011, i Consigli di Amministrazione delle Banche hanno approvato la Fusione a seguito della quale Credito Artigiano provvederà all’emissione di massime 74.893.095 nuove azioni ordinarie da nominali Euro 1,10 a servizio dell’operazione, sulla base di un rapporto di cambio determinato pari a n. 5 nuove azioni ordinarie di Credito Artigiano per ogni azione ordinaria di Carifano.

Relativamente al valore nominale delle azioni di Credito Artigiano, va segnalato che a seguito dell’avvenuta iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano, in data 16 settembre 2011, delle deliberazioni dell’Assemblea Straordinaria del 6 settembre 2011 relative all’aumento gratuito del capitale sociale proposto dal Consiglio di Amministrazione del 14 aprile 2011 e approvato da Banca d’Italia in data 21 luglio 2011, il capitale sociale di Credito Artigiano è stato aumentato da Euro 284.791.360,00 a Euro 313.270.496,00 mediante incremento del valore nominale delle azioni in circolazione da Euro 1,00 a Euro 1,10, con utilizzo e imputazione a capitale delle riserve da valutazione quali risultanti dal bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010.

Sempre in conformità a quanto deliberato dall'Assemblea Straordinaria del 6 settembre 2011, a seguito della Fusione CA I, avente effetti giudici a partire dal 24 ottobre 2011, il capitale sociale di Credito Artigiano è stato ulteriormente aumentato da Euro 313.270.496,00 ad Euro 346.802.148,00 attraverso l'emissione di 30.483.320 azioni ordinarie del valore nominale pari ad Euro 1,10.

Gli effetti della Fusione CA II, ai sensi dell'articolo. 2504-bis, comma 2, del Codice Civile, decorreranno dalla data dell'ultimo giorno del mese in cui sarà avvenuta l'ultima iscrizione nel Registro delle Imprese dell'atto di fusione, ovvero dalla diversa data che sarà indicata nell'atto medesimo.

Ai fini della Fusione CA II, le Banche hanno predisposto e successivamente sottoposto all'approvazione dei rispettivi Consigli di Amministrazione le relative situazioni patrimoniali, con l'osservanza delle norme sul bilancio di esercizio, al 30 giugno 2011. Tali situazioni sono state assunte quali situazioni patrimoniali ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2501-quater del Codice Civile.

Da un punto di vista contabile la Fusione si configura, in coerenza con i principi contabili internazionali IAS/IFRS, quale operazione c.d. "*under common control*", rendendo pertanto inapplicabile il disposto normativo dell'IFRS 3. In particolare, i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto di riflettere nel bilancio di Credito Artigiano i valori delle attività e delle passività di Carifano ai valori risultanti dal bilancio consolidato del Gruppo Credito Valtellinese, mentre le operazioni di Carifano saranno imputate al bilancio di Credito Artigiano a decorrere dalla data di efficacia della Fusione. Parimenti, anche gli effetti fiscali decorreranno dalla stessa data.

L'operazione di Fusione ha ottenuto la necessaria autorizzazione da parte della Banca d'Italia in data 18 ottobre 2011.

#### 4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas Soc.Cons.P.A. ("Deltas"), società del Gruppo Creval che svolge attività di supporto strategico e amministrativo alle società del Gruppo, da Creval, dalle Banche e dai Consulenti, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione principale:

- ◊ Il progetto di fusione denominato "Progetto di Fusione per incorporazione in Credito Artigiano S.p.A. di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. - Redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile" approvato dai Consigli di Amministrazione delle Banche in data 9 agosto 2011.
- ◊ La relazione del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A. del 9 agosto 2011, redatta ai sensi dell'articolo 2501-quinques del Codice Civile e dell'articolo 70 del regolamento approvato con deliberazione Consob 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.
- ◊ La relazione del Consiglio di Amministrazione di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A. del 9 agosto 2011, redatta ai sensi dell'articolo 2501-quinques del Codice Civile.
- ◊ Il verbale del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano del 9 agosto 2011.

- ◇ Il verbale del Consiglio di Amministrazione di Carifano del 9 agosto 2011.
- ◇ Il verbale dell'Assemblea Straordinaria di Credito Artigiano del 6 settembre 2011.
- ◇ La relazione di stima di Equita denominata: "Credito Artigiano - Incorporazione di Cassa di Risparmio di Fano in Credito Artigiano - Documento di supporto" del 9 agosto 2011.
- ◇ La relazione di stima di Deloitte denominata: "Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. - Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A." del 9 agosto 2011.
- ◇ Il piano strategico del Gruppo Creval, approvato dalla Capogruppo Creval in data 22 febbraio 2011, denominato: "Gruppo Creval - Piano Industriale 2011-2014 - Presentazione per il Consiglio di Amministrazione, 22 febbraio 2011".
- ◇ Gli statuti delle Banche.
- ◇ Il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010 di Credito Artigiano, assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG S.p.A., con relazione emessa in data 23 marzo 2011.
- ◇ La Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2011 di Credito Artigiano approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 9 agosto 2011 e sottoposta a revisione contabile limitata da parte di KPMG S.p.A., con relazione emessa in data 23 agosto 2011.
- ◇ Le proiezioni economico-finanziarie 2011-2015 di Credito Artigiano, predisposte dalla Direzione Generale di Creval, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di Credito Artigiano ("Proiezioni 2011-2015 di Credito Artigiano").
- ◇ Il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010 di Carifano, da noi assoggettato a revisione contabile, con relazione emessa in data 15 marzo 2011.
- ◇ La Relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2011 di Carifano approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 9 agosto 2011 e da noi sottoposta a revisione contabile limitata, con relazione emessa in data 22 agosto 2011.
- ◇ Le proiezioni economico-finanziarie 2011-2015 di Carifano, predisposte dalla Direzione Generale di Creval, con il supporto della Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas e dei vertici di Carifano ("Proiezioni 2011-2015 di Carifano") approvate dal Consiglio di Amministrazione di Carifano del 9 agosto 2011.
- ◇ I prospetti di calcolo predisposti dai Consulenti e risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione utilizzati.
- ◇ Altri elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Il nostro lavoro si è inoltre basato su informazioni e spiegazioni forniteci, anche verbalmente, dalle Banche, da Creval, da Deltas e dai Consulenti.

Abbiamo infine ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere rilasciate dalle Banche in data 21 ottobre 2011, che, per quanto a conoscenza dei rispettivi Amministratori, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle "Proiezioni 2011-2015" sopra richiamate, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

## 5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO

### 5.1. Considerazioni generali

I Consigli di Amministrazione delle Banche, coerentemente con la prassi valutativa, hanno proceduto ad effettuare la valutazione di Credito Artigiano e di Carifano con l'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle stesse, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati, allo scopo di indicare un intervallo di valori delle Banche per l'individuazione del Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini dell'operazione di Fusione.

I Consigli di Amministrazione delle Banche hanno applicato le metodologie valutative individuate in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla Fusione in esame. Tali metodologie hanno, invece, tenuto in considerazione gli effetti economici e patrimoniali derivanti dalla Fusione CA I e dall'aumento gratuito di capitale sociale di Credito Artigiano.

Alla luce delle considerazioni sopra riportate, sono state individuate le seguenti metodologie ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio:

- ◇ *Dividend Discount Model* adottato quale metodologia principale;
- ◇ Metodo dei multipli di borsa adottato quale metodologia di controllo.

La scelta da parte dei Consigli di Amministrazione delle Banche di adottare il metodo del *Dividend Discount Model* quale metodologia principale è stata motivata dal fatto che tale metodologia permette di individuare il valore economico delle stesse sulla base del loro piano di sviluppo economico e patrimoniale.

Il metodo dei multipli di borsa è stato utilizzato esclusivamente quale metodologia di controllo, al fine di verificare i risultati ottenuti attraverso l'adozione del metodo principale.

### 5.2. Descrizione dei metodi di valutazione

#### Dividend Discount Model

Il *Dividend Discount Model* nella versione "Excess Capital" ("DDM") determina il valore di un'azienda in funzione dei flussi finanziari futuri/dividendi potenziali che si stima essa sia in grado di distribuire ai suoi azionisti in chiave prospettica.

Il metodo DDM si basa sulla seguente formula:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1 + ke)^i} + \frac{TV}{(1 + ke)^n}$$

dove:

- $W$  valore economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- $ke$  tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio;
- $F_i$  flusso finanziario/dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo  $i$ -esimo di pianificazione esplicita;
- $n$  periodo esplicito di pianificazione espresso in numero di anni;
- $TV$  *Terminal Value* o valore terminale alla fine del periodo esplicito di pianificazione.

In particolare, l'applicazione del DDM si sviluppa nelle seguenti fasi:

- ◇ Determinazione del valore attuale dei flussi finanziari futuri/dividendi attesi nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e potenzialmente distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività.
- ◇ Calcolo del valore terminale stimato quale valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un flusso finanziario futuro/dividendo potenzialmente sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, definito secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{F_{sost} \times (1 + g)}{(ke - g)}$$

dove:

$F_{sost}$  flusso finanziario/dividendo sostenibile potenzialmente distribuibile al termine del periodo di pianificazione esplicita;

$g$  fattore di crescita di lungo periodo.

- ◇ Stima del tasso di attualizzazione. Il tasso di attualizzazione, assunto pari al costo del capitale di rischio, è stato stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), secondo la seguente formula:

$$ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

dove:

$Rf$  "risk-free rate", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio;

$Rm - Rf$  "market premium", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "risk-free";

$\beta$  "Beta" rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato).

### **Metodo dei multipli di borsa**

Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di un'azienda dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione dei rapporti fondamentali (multipli) tra i valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono coerentemente applicati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa si sviluppa in generale sulla base delle seguenti fasi:

- ◇ Selezione del campione di riferimento.
- ◇ Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ai fini dell'osservazione dei prezzi di borsa.
- ◇ Identificazione dei moltiplicatori ritenuti significativi e rappresentativi.

- ◇ Identificazione dell'intervallo di multipli e sua applicazione alla società oggetto di valutazione determinando un intervallo di valori per la società medesima.

### 5.3. Sviluppo delle metodologie di valutazione da parte degli Amministratori di Credito Artigiano

#### Dividend Discount Model

Il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano ha provveduto ad applicare la metodologia del DDM al fine di determinare il valore economico delle Banche considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ L'orizzonte temporale esplicito è stato assunto pari a quello delle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.
- ◇ I dividendi potenzialmente distribuibili sono stati stimati sulla base di un requisito di patrimonializzazione minimo, Tier 1 Ratio obiettivo, assunto pari al 7%.
- ◇ Il costo del capitale di rischio è stato stimato pari a 9,5% tenendo conto dei seguenti fattori:
  - Risk free rate, stimato sulla base della media a 6 mesi del rendimento lordo del BTP a 10 anni al 15 luglio 2011, pari a 4,8%;
  - Beta determinato sulla base del valore medio degli ultimi 2 anni rilevato su un campione di società ritenute comparabili e stimato al 15 luglio 2011 pari a 1,04 (fonte FactSet);
  - Market premium determinato sulla base di serie storiche di lungo periodo e stimato pari a 4,5%.
- ◇ Il *Terminal Value* è stato stimato applicando al flusso di dividendo potenzialmente sostenibile al termine del periodo esplicito di pianificazione un fattore di crescita di lungo periodo pari al 2,0%.

Il Rapporto di Cambio individuato dal Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano applicando il metodo del DDM è stato sottoposto ad analisi di sensitività al fine di valutare l'impatto sullo stesso di variazioni di ipotesi relative al Tier I Ratio ed al costo del capitale di rischio.

#### Metodo dei multipli di borsa

Il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano ha provveduto ad applicare la metodologia dei multipli di borsa considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ Un campione di banche italiane quotate di media dimensione i cui prezzi presentino caratteristiche di significatività ritenute elevate.
- ◇ I prezzi delle banche facenti parte del campione adottato disponibili al 15 luglio 2011.
- ◇ I multipli per le banche del campione rappresentati da Prezzo/Utile netto ("P/E"), Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV") e Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV"), con riferimento ai dati prospettici relativi al 2011 ed al 2013 ricavati sulla base delle stime relative al consenso espresso dagli analisti finanziari fornite da FactSet.

Ai fini dell'applicazione del presente metodo sono stati utilizzati i multipli di borsa 2011 e 2013 allo scopo di cogliere, all'interno di un arco temporale, gli estremi delle potenziali valutazioni delle Banche.



In relazione a Credito Artigiano detti multipli sono stati applicati ai dati economici e patrimoniali prospettici per gli anni 2011 e 2013.

In relazione a Carifano i multipli di borsa 2011 e i multipli di borsa 2013 sono stati applicati esclusivamente ai dati economici e patrimoniali prospettici 2013 e le relative risultanze sono state opportunamente attualizzate. Tale processo è stato svolto, sulla base di quanto risulta nella relazione del Consiglio di Amministrazione, al fine di far emergere in ambito valutativo le potenzialità della banca stessa. Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno utilizzare unicamente i dati prospettici del 2013 per tener conto delle azioni commerciali in corso su Carifano che dovrebbero dispiegare appieno i propri effetti presumibilmente non prima del 2013.

#### **5.4. Sviluppo delle metodologie di valutazione da parte degli Amministratori di Carifano**

##### **Dividend Discount Model**

Il Consiglio di Amministrazione di Carifano ha provveduto ad applicare la metodologia del DDM al fine di determinare il valore economico delle Banche considerando:

- ◇ L'orizzonte temporale esplicito assunto pari a quello delle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.
- ◇ I flussi finanziari futuri potenzialmente distribuibili sono stati stimati sulla base dei requisiti di patrimonializzazione minimi, Tier 1 Ratio obiettivo e Total Capital Ratio obiettivo, rispettivamente assunti pari al 7% e 8%.
- ◇ Il Terminal Value determinato considerando dei requisiti di patrimonializzazione in termini di Tier 1 Ratio e di Total Capital Ratio rispettivamente pari a 7% e 10,5%, coerentemente con i requisiti previsti a regime sulla base della normativa di vigilanza Basilea 3.
- ◇ Due scenari valutativi di riferimento:

I. Il primo scenario valutativo è stato determinato sulla base dei seguenti elementi:

- Un costo del capitale di rischio compreso in un intervallo stimato sulla base di:
  - Risk free rate, stimato sulla base delle medie a 2 e 12 mesi del rendimento lordo del BTP a 10 anni al 21 luglio 2011 e compreso in un intervallo tra il 4,5% e il 5,0%.
  - Beta determinato sulla base della media dei Beta rilevati su un campione di banche quotate italiane e stimato pari a 0,91.
  - Market premium stimato in linea con la prassi valutativa e pari a 5,0%.

Sulla base di tali elementi il costo del capitale di rischio è risultato essere compreso in un intervallo tra 9,0% e 9,6%. Con riferimento alla sola Carifano, al fine di tenere in considerazione la maggior rischiosità, in termini comparativi, degli obiettivi di piano della stessa rispetto a quelli di Credito Artigiano e del Gruppo Creval, è stato considerato un incremento del costo del capitale di rischio pari a 100 *basis points*, pervenendo pertanto ad un costo del capitale di rischio compreso in un intervallo tra 10,0% e 10,6%.

- Un fattore di crescita di lungo periodo compreso in un intervallo tra 1,0% e 2,0% per entrambe le Banche.
- Un flusso finanziario sostenibile potenzialmente distribuibile al termine del periodo esplicito determinato sulla base dei dati previsionali relativi all'ultimo anno di previsione esplicita contenuti nelle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.

- II. Il secondo scenario valutativo è stato determinato sulla base dei seguenti elementi:
- Un costo del capitale di rischio assunto pari a 9,0% per entrambe le Banche.
  - Un fattore di crescita di lungo periodo assunto pari a 2,0% per entrambe le Banche.
  - Un flusso finanziario sostenibile potenzialmente distribuibile al termine del periodo esplicito determinato sulla base dei dati previsionali al 2015 contenuti nelle Proiezioni 2011-2015 delle Banche allineando i parametri relativi al *cost income ratio* ed al *cost of credit risk* agli obiettivi del Gruppo Creval.

#### **Metodo dei multipli di borsa**

Il Consiglio di Amministrazione di Carifano ha provveduto ad applicare la metodologia dei multipli di borsa considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ Un campione di banche italiane quotate ritenute comparabili alle Banche oggetto di valutazione.
- ◇ La media dei prezzi di borsa registrati nel mese antecedente il 21 luglio 2011 forniti da Bloomberg.
- ◇ I multipli per le banche del campione rappresentati da Prezzo/Utile netto ("P/E") e Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV") con riferimento ai dati prospettici relativi al 2011, al 2012 ed al 2013 ricavati sulla base del consenso espresso dagli analisti finanziari e fornito da Bloomberg.

Il Consiglio di Amministrazione ha applicato i moltiplicatori così rilevati ai dati prospettici 2011, 2012 e 2013 ricavati dalle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.

## **6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI**

### **6.1. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Credito Artigiano**

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano nella determinazione del Rapporto di Cambio possono così sintetizzarsi:

- ◇ È stato considerato che i dati previsionali presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni.
- ◇ Il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano ha, inoltre, considerato che:
  - l'analisi è stata condotta considerando le Banche in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza sostanziali mutamenti di gestione e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. È stato inoltre evidenziato come le Proiezioni di Credito Artigiano tengano in considerazione gli effetti economici, patrimoniali e finanziari della Fusione CA I;
  - ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione di mercato sono stati utilizzati dati puntuali per la determinazione dei prezzi di Credito Artigiano e del campione selezionato e stime relative al consenso espresso dagli analisti finanziari per la determinazione dei dati operativi del campione selezionato.

## 6.2. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Carifano

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Carifano nella determinazione del Rapporto di Cambio possono così sintetizzarsi:

- ◊ I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni all'azienda, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Nella fattispecie gli Amministratori di Carifano ritengono che la situazione d'incertezza sui tempi e la forza della ripresa delle economie mondiali stia generando impatti significativi sullo scenario macroeconomico. Conseguentemente, essendo le analisi fondate sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato, non escludono che il perdurare di tale situazione e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sui risultati esposti.
- ◊ Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati anche dati relativi a quotazioni di borsa e previsioni di analisti finanziari che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati.

## 7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

### 7.1. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Credito Artigiano

I risultati derivanti dall'applicazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano dei metodi valutativi sopra descritti sono così rappresentabili:

<i>Valori per azione €</i>	Credito Artigiano		Carifano	
	minimo	massimo	minimo	massimo
<b>Metodologia principale:</b>				
Dividend Discount Model	3,50	4,25	20,74	26,93
<b>Metodologia di controllo:</b>				
Multipli di borsa 2013	1,26	1,48	4,71	7,89
Multipli di borsa 2011	1,20	2,03	4,28	9,55

Sulla base di tali risultati, rapportando per ogni metodologia i valori per azione minimi di Carifano con i valori per azione massimi di Credito Artigiano ed i valori per azione massimi di Carifano con i valori per azione minimi di Credito Artigiano, il Consiglio di Amministrazione è pervenuto ai seguenti intervalli di Rapporto di Cambio:

	Rapporto di Cambio	
	minimo	massimo
<b>Metodologia principale:</b>		
Dividend Discount Model	4,88x	7,68x
<b>Metodologia di controllo:</b>		
Multipli di borsa 2013	3,18x	6,26x
Multipli di borsa 2011	2,11x	7,95x

All'esito del processo valutativo e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto conto della rilevanza data al DDM quale metodologia di valutazione per la determinazione del Rapporto di Cambio e tenuto anche conto del lavoro svolto da Equita, il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano, all'esito delle negoziazioni intervenute, ha definito il Rapporto di Cambio in n. 5 azioni ordinarie Credito Artigiano del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna, per ogni azione ordinaria di Carifano del valore nominale di Euro 5,16 ciascuna.

Non sono previsti conguagli in denaro.

## 7.2. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Carifano

I risultati derivanti dall'applicazione del metodo principale da parte del Consiglio di Amministrazione di Carifano sono così rappresentabili:

<i>Valori per azione €</i>	Credito Artigiano		Carifano	
	minimo	massimo	minimo	massimo
<b>Metodologia principale:</b>				
DDM - Scenario I	3,59	3,99	22,61	26,00
DDM - Scenario II	3,61	4,08	18,77	21,53

I risultati derivanti, invece, dall'applicazione della metodologia di controllo, rappresentata dai multipli di borsa, sono di seguito rappresentati:

€ (valori arrotondati)	P/E			P/TBV		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
<b>Carifano, valore per azione (*)</b>						
Min	3,84	6,05	8,17	7,23	6,98	6,81
Max	5,53	9,08	13,15	13,33	13,06	12,91
<b>Credito Artigiano, valore per azione (**)</b>						
Min	1,24	1,12	1,37	1,95	1,87	1,81
Max	1,79	1,68	2,20	3,60	3,50	3,43
<b>Rapporto di Cambio (***)</b>						
Min	2,14x	3,60x	3,71x	2,01x	1,99x	1,99x
Max	4,45x	8,11x	9,63x	6,84x	6,98x	7,13x
<b>Min****)</b>		<b>5,27x</b>			<b>4,49x</b>	
<b>Max*****)</b>		<b>7,40x</b>			<b>6,98x</b>	

(\*) Stimato sulla base di un numero di azioni pari a circa 15,0 milioni.

(\*\*) Stimato sulla base di un numero di azioni pari a circa 315,3 milioni.

(\*\*\*) Per l'individuazione dei valori per il Rapporto di Cambio sono stati rapportati, per ogni anno, i valori per azione minimi di Credito Artigiano con i valori per azione massimi di Carifano e i valori per azione massimi di Credito Artigiano con i valori per azione minimi di Carifano.

(\*\*\*\*) Media aritmetica dei valori 2011-2013 del Rapporto di Cambio.

(\*\*\*\*\*) Media aritmetica dei valori massimi 2011-2013 del Rapporto di Cambio.

Sulla base dei risultati sopra riportati e, in particolare, relativamente alle valorizzazioni derivanti dall'applicazione della metodologia del DDM, rapportando per ciascuno dei due scenari i valori per azione minimi di Carifano con i valori per azione massimi di Credito Artigiano ed i valori per azione massimi di Carifano con i valori per azione minimi di Credito Artigiano e considerando il valore minimo dell'intervallo del Rapporto di Cambio derivante dallo Scenario II e il valore massimo dell'intervallo del Rapporto di Cambio derivante dallo Scenario I, il Consiglio di Amministrazione è pervenuto ai seguenti intervalli di Rapporto di Cambio:

	Rapporto di Cambio	
	minimo	massimo
<b>Metodologia principale:</b>		
Dividend Discount Model	4,60x	7,24x
<b>Metodologia di controllo:</b>		
Multipli di borsa	4,49x	7,40x

All'esito del processo valutativo e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto conto della rilevanza data al DDM quale metodologia di valutazione per la determinazione del Rapporto di Cambio e tenuto anche conto del lavoro svolto da Deloitte, il Consiglio di Amministrazione di Carifano, all'esito delle negoziazioni intervenute, ha definito il Rapporto di Cambio in n. 5 azioni ordinarie Credito Artigiano del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna, per ogni azione ordinaria di Carifano del valore nominale di Euro 5,16 ciascuna.

Non sono previsti conguagli in denaro.

## 8. LAVORO SVOLTO

I Consigli di Amministrazione delle Banche hanno assunto, quali situazioni patrimoniali ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2501-quater, le Relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2011 approvate dagli stessi in data 9 agosto 2011. Nello specifico la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2011 di Credito Artigiano è stata assoggettata a revisione contabile limitata da parte di KPMG S.p.A., mentre la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2011 di Carifano è stata da noi assoggettata a revisione contabile limitata. Relativamente alla relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2011 di Credito Artigiano le nostre limitate procedure di revisione sono consistite nell'incontro con la società di revisione KPMG S.p.A. al fine di discutere il lavoro svolto dalla stessa e i risultati raggiunti.

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- ◇ Esame del progetto di fusione denominato "Progetto di Fusione per incorporazione in Credito Artigiano S.p.A. di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. - Redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile" approvato dai Consigli di Amministrazione delle Banche in data 9 agosto 2011.
- ◇ Esame della relazione del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A. del 9 agosto 2011, redatta ai sensi dell'articolo 2501-quinques del Codice Civile e dell'articolo 70 del regolamento approvato con deliberazione Consob 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche.
- ◇ Esame della relazione del Consiglio di Amministrazione di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A. del 9 agosto 2011, redatta ai sensi dell'articolo 2501-quinques del Codice Civile.
- ◇ Esame del verbale del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano del 9 agosto 2011.
- ◇ Esame del verbale del Consiglio di Amministrazione di Carifano del 9 agosto 2011.
- ◇ Esame del verbale dell'Assemblea Straordinaria di Credito Artigiano del 6 settembre 2011.
- ◇ Esame della relazione di stima di Equita denominata: "Credito Artigiano - Incorporazione di Cassa di Risparmio di in Credito Artigiano - Documento di supporto" del 9 agosto 2011.
- ◇ Esame della relazione di stima di Deloitte denominata: "Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. - Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A." del 9 agosto 2011.
- ◇ Verifica della completezza e adeguatezza delle motivazioni adottate dai Consigli di Amministrazione delle Banche riguardanti le metodologie utilizzate nella determinazione del Rapporto di Cambio.
- ◇ Esame critico dei metodi di valutazione sviluppati dai Consigli di Amministrazione delle Banche e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione dei valori economici delle Banche partecipanti alla Fusione e del Rapporto di Cambio.
- ◇ Verifica dell'uniformità di applicazione dei metodi di valutazione adottati al fine di pervenire a valori economici relativi delle Banche.

- ◊ Svolgimento di analisi di sensitività con l'obiettivo di verificare quanto l'intervallo di valori del Rapporto di Cambio individuato sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri valutativi adottati.
- ◊ Verifica della correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione dell'intervallo di valori del Rapporto di Cambio individuato.
- ◊ Discussione con la Direzione delle Banche e con i Consulenti, circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate.
- ◊ Discussione con la Direzione delle Banche, la Direzione Generale di Creval e la Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano le Proiezioni 2011-2015 delle Banche.
- ◊ Raccolta di informazioni, attraverso colloqui con la Direzione delle Banche, la Direzione di Creval e con la Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas, circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione delle Proiezioni 2011-2015, con riferimento ad eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle stesse, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati della valutazione.
- ◊ Ottenimento di attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione delle Banche, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e che non sono intervenuti eventi che possano comportare significative variazioni dei parametri assunti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio individuato.

## 9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI

Riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale seguito dai Consigli di Amministrazione delle Banche consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole banche oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei con l'obiettivo di addivenire a valori confrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Abbiamo quindi svolto un esame critico delle metodologie sviluppate dai Consigli di Amministrazione delle Banche, con il supporto dei Consulenti, per la determinazione del valore relativo di Credito Artigiano e di Carifano e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze.

In particolare le principali considerazioni sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà sui metodi di valutazione adottati e sulla determinazione del Rapporto di Cambio sono le seguenti:

- ◇ I Consigli di Amministrazione delle Banche, anche con l'ausilio dei rispettivi Consulenti, hanno svolto le proprie analisi e valutazioni ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio considerando le medesime metodologie valutative.
- ◇ I metodi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni aziendali, in generale ed in particolare nell'ambito del settore di riferimento. Le relazioni dei Consigli di Amministrazione descrivono le caratteristiche delle metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione.
- ◇ La scelta dei criteri valutativi ha privilegiato metodi che consentissero di tenere conto degli elementi caratteristici delle Banche oggetto di valutazione e di esprimere, nel contempo, valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.
- ◇ I metodi valutativi adottati sono stati sviluppati su base "*stand alone*", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente sia le possibili sinergie derivanti dalla prospettata Fusione.
- ◇ I parametri adottati dai Consigli di Amministrazione nello sviluppo delle metodologie valutative si collocano all'interno degli intervalli di valori mediamente osservabili sulla base dei dati di mercato attualmente rilevabili.
- ◇ Abbiamo riscontrato una sostanziale correttezza matematica dei calcoli sottostanti lo sviluppo delle metodologie valutative adottate.
- ◇ Abbiamo sviluppato analisi di sensitività al fine di verificare la variabilità del Rapporto di Cambio determinato dai Consigli di Amministrazione delle Banche al variare dei principali parametri valutativi adottati. I risultati di tali analisi confermano nella sostanza gli intervalli di valori individuati.
- ◇ L'intervallo del Rapporto di Cambio determinato attraverso l'applicazione della metodologia principale ha trovato sostanziale conferma nei risultati ottenuti attraverso l'applicazione della metodologia di controllo.
- ◇ All'esito del complessivo processo valutativo sviluppato, i Consigli di Amministrazione delle Banche hanno determinato il Rapporto di Cambio nell'ambito dell'intervallo di valori risultante dall'applicazione della metodologia principale.

#### 10. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- ◇ Utilizzo di dati previsionali. Ai fini delle stime effettuate dai Consigli di Amministrazione delle Banche sono stati impiegati dati previsionali. Tali stime, per loro natura, presentano profili di incertezza, in quanto basate su dati di natura previsionale, e dipendono dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione dei dati prospettici.
- ◇ Scenario macroeconomico. La crisi finanziaria internazionale ha manifestato e continua a manifestare impatti significativi sullo scenario macroeconomico e sul sistema bancario. Considerato che le analisi valutative sviluppate dai Consigli di Amministrazione delle Banche, alla base della determinazione del Rapporto di Cambio, si fondano sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato (quali tassi di interesse, coefficienti di volatilità, premi per il rischio, moltiplicatori di borsa), non si può escludere che il perdurare della crisi e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un



impatto, anche significativo, sui valori economici determinati dai Consigli di Amministrazione e, conseguentemente, sul Rapporto di Cambio individuato.

- ◊ I Consigli di Amministrazione delle Banche hanno incontrato i limiti e le difficoltà di valutazione indicati nel precedente paragrafo 6.

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione.

## 11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come descritto nella presente relazione e avuto riguardo a quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Banche siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni, contenuto nel progetto di fusione, pari a n. 5 azioni ordinarie Credito Artigiano S.p.A. del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna, per ogni azione ordinaria di Carifano - Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. del valore nominale di Euro 5,16 ciascuna.

Milano, 21 ottobre 2011

Reconta Ernst & Young S.p.A.

  
Carlo Vago  
(Socio)