

CREDITO VALTELLINESE S.c.
CREDITO ARTIGIANO S.p.A.
Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art.
2501 sexies del Codice Civile

Relazione della Società di Revisione

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE

**Ai Soci del
CREDITO VALTELLINESE S.c.**

**Agli Azionisti del
CREDITO ARTIGIANO S.p.A.**

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Sondrio, in data 12 aprile 2012, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Credito Valtellinese S.c. (di seguito anche "Credito Valtellinese" "Creval" o la "Società Incorporante") e Credito Artigiano S.p.A. (di seguito anche "Credito Artigiano" e congiuntamente a Credito Valtellinese, le "Società"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni ordinarie del Credito Valtellinese e le azioni ordinarie del Credito Artigiano (di seguito anche il "Rapporto di Cambio"), nell'ambito della fusione per incorporazione del Credito Artigiano in Creval (di seguito la "Fusione").

Per le finalità del nostro incarico abbiamo ricevuto dal Credito Valtellinese e dal Credito Artigiano il progetto di fusione (di seguito anche il "Progetto di Fusione"), redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile, corredato delle apposite relazioni illustrative degli amministratori del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano (di seguito anche gli "Amministratori") che illustrano e motivano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il Rapporto di Cambio fra le azioni delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile. In conformità con quanto disposto dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile, gli Amministratori hanno utilizzato quali situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione le situazioni patrimoniali delle Società al 31 dicembre 2011 corrispondenti a quelle risultanti dai progetti di bilancio al 31 dicembre 2011 del Credito Artigiano e del Credito Valtellinese, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 6 marzo 2012 e in data 13 marzo 2012. Tali progetti di bilancio sono stati successivamente approvati dalle rispettive Assemblee Ordinarie in data 12 aprile 2012 e in data 28 aprile 2012.

Secondo quanto previsto dal Progetto di Fusione, la Fusione si realizzerà con l'aumento di capitale sociale del Credito Valtellinese per:

- massimo Euro 215.971.850,50 mediante emissione di massimo n. 61.706.243 nuove azioni ordinarie, prive di valore nominale (come da delibera dell'Assemblea Straordinaria del 28 aprile 2012), contro annullamento di tutte le azioni ordinarie del Credito Artigiano del valore nominale di Euro 1,10 detenute dal Credito Valtellinese, ovvero dagli azionisti di minoranza, fermo restando l'annullamento senza concambio delle azioni del Credito Artigiano detenute dalla Società Incorporante, ai sensi dell'art. 2504 *ter* del Codice Civile.

Le azioni di nuova emissione della Società Incorporante al servizio della Fusione saranno da attribuire agli azionisti del Credito Artigiano nella seguente proporzione:

- **n. 0,70 azioni ordinarie del Credito Valtellinese di nuova emissione, prive di valore nominale (come da delibera dell'Assemblea Straordinaria del 28 aprile 2012), per ogni azione ordinaria del Credito Artigiano del valore nominale unitario di Euro 1,10, detenute dagli azionisti di minoranza, tenuto conto dell'annullamento senza concambio delle azioni del Credito Artigiano detenute dal Credito Valtellinese.**

In data 19 marzo 2012 i Consigli di Amministrazione del Credito Artigiano e del Credito Valtellinese hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione che sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie delle Società, convocate per il 15 giugno 2012.

Il nostro lavoro si è concluso in data 14 maggio 2012 e, pertanto, tutti i dati e le informazioni relativi ad avvenimenti successivi a tale data non sono presi in considerazione ai fini della presente relazione. Pertanto, non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero verificarsi successivamente alla data menzionata.

Al fine di fornire ai soci del Credito Valtellinese e agli azionisti del Credito Artigiano idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione, i valori risultanti dall'applicazione di tali metodi e le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, e sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Stante la finalità del nostro incarico, nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei propri consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società. La stessa è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori e dai consulenti da essi incaricati.

Al riguardo, per la determinazione dei metodi di valutazione e, quindi, del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano si sono rispettivamente avvalsi dell'assistenza di Equita SIM S.p.A. (di seguito anche "Equita") e di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. (di seguito anche "Mediobanca" e congiuntamente ad Equita i "Consulenti").

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

In data 19 marzo 2012 il Consiglio di Amministrazione del Credito Valtellinese ha approvato un aggiornamento del Piano Industriale 2011-2014, approvato dal Consiglio di Amministrazione del Credito Valtellinese in data 22 febbraio 2011 (di seguito anche il "Piano Industriale"), che contiene in particolare un progetto di rafforzamento patrimoniale (di seguito anche il "Progetto"), che oltre all'operazione di fusione per incorporazione del Credito Artigiano in Credito Valtellinese prevede le seguenti operazioni:

- il riscatto integrale anticipato del prestito obbligazionario convertibile "Credito Valtellinese 2009/2013 a tasso fisso convertibile con facoltà di rimborso in azioni" (di seguito anche "POC"), avvenuto in data 7 maggio 2012, con un prezzo di emissione delle azioni Creval pari a Euro 0,99697;
- promozione di un'offerta pubblica di acquisto e di scambio volontaria avente ad oggetto azioni ordinarie della controllata Credito Siciliano S.p.A. (di seguito anche "Credito Siciliano"), che potrà essere avviata successivamente al conferimento, da parte dell'Assemblea, dell'apposita delega.

Tale Progetto si inquadra nell'ambito della complessiva semplificazione e razionalizzazione della struttura ed articolazione societaria e dell'ottimizzazione dell'allocazione del capitale del Gruppo Creval, prevista dal Piano Industriale.

Come indicato dagli Amministratori nelle rispettive relazioni illustrative del Progetto di Fusione, la realizzazione delle operazioni previste nel Progetto consentirà tra l'altro:

- un incremento del livello di patrimonializzazione conseguente: (i) al riscatto anticipato del POC; (ii) all'eliminazione dell'impatto negativo delle *minorities* nel Credito Artigiano e all'eliminazione/riduzione dell'impatto negativo delle *minorities* nel Credito Siciliano; (iii) il conseguimento di sinergie per il Gruppo Creval attraverso un'ulteriore razionalizzazione operativa;
- l'ampliamento della base azionaria del Credito Valtellinese con un beneficio in termini di maggiore liquidità del titolo, maggiore liquidabilità dell'investimento e minor rischio di *execution* per eventuali nuove operazioni sul capitale;
- la partecipazione degli attuali azionisti del Credito Artigiano e del Credito Siciliano al più ampio progetto di valorizzazione del Gruppo Creval.

L'operazione di fusione del Credito Artigiano in Credito Valtellinese è stata, inoltre, sviluppata dagli Amministratori sulla base delle considerazioni di natura: (i) economico-industriale; (ii) organizzativa; (iii) finanziaria e prudenziale tra le quali:

- incremento dell'efficienza operativa attraverso la riduzione dei costi, connessi in particolare alla direzione e coordinamento del Credito Artigiano e alla quotazione della partecipata sul Mercato Telematico Azionario;
- ridefinizione della strategia di posizionamento e presidio territoriale del Gruppo Creval nelle regioni del centro-nord Italia con significative sinergie commerciali ed operative;
- accentramento delle funzioni duplicate, destinando le risorse liberate allo sviluppo commerciale e all'incremento dei presidi centralizzati e specialistici di *governance*, controllo e pianificazione;
- ridefinizione della base sociale complessiva riducendo gli impatti attesi da Basilea 3 con particolare riferimento alle *minorities*;
- efficientamento della gestione della liquidità infragruppo con conseguente maggior capacità di erogare credito.

In data 19 marzo 2012 i Consigli di Amministrazione del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione.

Le azioni ordinarie del Credito Valtellinese di nuova emissione saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario al pari delle azioni ordinarie Credito Valtellinese in circolazione al momento della loro emissione.

Agli eventuali azionisti di minoranza del Credito Artigiano che non concorrano alla deliberazione della Fusione in quanto assenti, astenuti o dissenzienti, spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 e seguenti del Codice Civile (di seguito anche il "Diritto di Recesso") in quanto gli azionisti del Credito Artigiano vedrebbero mutare i propri diritti di voto e di partecipazione (il Credito Valtellinese è, infatti, una banca popolare soggetta all'articolo 30 del Testo Unico Bancario che prevede il voto capitario e la limitazione al possesso della partecipazione azionaria allo 0,5% del capitale sociale).

In caso di esercizio del Diritto di Recesso agli azionisti di minoranza del Credito Artigiano spetterà un corrispettivo in denaro pari ad Euro 0,91 per azione, corrispondente alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni del Credito Artigiano nei sei mesi antecedenti alla data di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti del Credito Artigiano per l'approvazione dell'operazione di fusione per incorporazione del Credito Artigiano in Credito Valtellinese.

L'efficacia del Diritto di Recesso è subordinata all'efficacia della Fusione.

In considerazione delle caratteristiche della Fusione, ai soci del Credito Valtellinese non spetta, invece, il diritto di recesso.

La stipula dell'Atto di Fusione è subordinata alla condizione che il Diritto di Recesso da parte degli azionisti di minoranza del Credito Artigiano non sia esercitato dagli stessi per una percentuale del capitale sociale superiore all'11,297% e cioè pari al 50% del capitale sociale del Credito Artigiano attualmente non detenuto dal Credito Valtellinese.

Tale condizione potrà tuttavia essere rinunciata di comune accordo fra la Società Incorporante e il Credito Artigiano entro 10 giorni lavorativi dal giorno in cui i dati definitivi dell'eventuale esercizio del Diritto di Recesso saranno stati comunicati dal Credito Artigiano al Credito Valtellinese.

Gli effetti della Fusione decorreranno dall'ultima data di iscrizione dell'Atto di Fusione nei Registri delle Imprese competenti, ovvero dalla diversa data che sarà indicata nell'atto medesimo.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dal Credito Valtellinese, dal Credito Artigiano e dai Consulenti i documenti ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto la documentazione di seguito riportata:

- a. il Progetto di Fusione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano approvate nelle rispettive riunioni del 19 marzo 2012, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:
 - **n. 0,70 azioni ordinarie del Credito Valtellinese di nuova emissione, prive di valore nominale (come da delibera dell'Assemblea Straordinaria del 28 aprile 2012), per ogni azione ordinaria del Credito Artigiano del valore nominale unitario di Euro 1,10, detenute dagli azionisti di minoranza, tenuto conto dell'annullamento senza concambio delle azioni del Credito Artigiano detenute dal Credito Valtellinese.**

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalle *fairness opinion* di cui ai successivi punti b. e c..

- b. La *fairness opinion*, datata 19 marzo 2012, predisposta da Equita.
- c. La *fairness opinion*, datata 19 marzo 2012, predisposta da Mediobanca.
- d. La seguente ulteriore principale documentazione:
 - statuto sociale del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano;
 - bilanci di esercizio e consolidato del Credito Valtellinese al 31 dicembre 2011, corredati delle relazioni rilasciate dalla società di revisione incaricata in data 12 aprile 2012;
 - bilancio di esercizio del Credito Artigiano al 31 dicembre 2011, corredato della relazione rilasciata dalla società di revisione incaricata in data 21 marzo 2012;

- dati economici e patrimoniali prospettici del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano per il periodo 2012–2016 approvati dai rispettivi Consigli d’Amministrazione in data 19 marzo 2012;
 - resoconto intermedio di gestione del Credito Artigiano al 31 marzo 2012 approvato dal Consiglio d’Amministrazione in data 8 maggio 2012;
 - andamento delle quotazioni di borsa dei titoli delle Società fino alla data della presente relazione;
 - regolamento del POC;
 - regolamento dei warrant “Warrant azioni ordinarie Creval” (di seguito “Warrant”);
 - dettagli e prospetti di calcolo elaborati dai Consulenti ed utilizzati nella predisposizione delle *fairness opinion*.
- e. Elementi contabili e statistici nonché ogni altra documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

4.1. Considerazioni metodologiche

Gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, hanno effettuato una valutazione relativa delle Società utilizzando una pluralità di metodi, sia di natura analitica sia di mercato, i quali, avuto riguardo alle caratteristiche distintive delle stesse, nonché alla tipologia di attività e ai mercati di riferimento in cui le stesse operano, presentano a loro giudizio consolidate basi dottrinali e applicative, sia a livello nazionale che internazionale, e consentono di valutare le Società in maniera omogenea.

Secondo la normale prassi valutativa, infatti, il presupposto fondamentale per l’ottenimento di valori comparabili ai fini di operazioni di fusione è l’omogeneità e la confrontabilità dei metodi applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società e/o dei gruppi oggetto di valutazione.

Pertanto, le valutazioni sono state effettuate con l’ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, dando preminenza all’omogeneità e comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società considerate singolarmente. A tale riguardo gli Amministratori indicano che tali valutazioni vanno unicamente intese in termini relativi e con esclusivo riferimento alla Fusione e che, in particolare, i metodi di valutazione ed i conseguenti valori sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo per la determinazione del Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini della Fusione ed in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore assoluto, attuale o prospettico, né essere prese a riferimento in un contesto diverso da quello in esame.

Le valutazioni sono state inoltre effettuate dagli Amministratori in ottica *stand-alone*, senza tener conto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dalla Fusione.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno considerato per il Creval:

- gli effetti economici e patrimoniali conseguenti al riscatto integrale anticipato del POC, annunciato dal Consiglio di Amministrazione del Creval in data 19 marzo 2012, stimati sulla base delle informazioni disponibili a tale data;
- gli effetti patrimoniali conseguenti all'esercizio da parte dei portatori dei Warrant di una quota parte dei Warrant attualmente in circolazione.

Di seguito si illustrano i metodi adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, per la stima del valore delle Società partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

4.1.1. Metodi seguiti dagli amministratori del Credito Valtellinese

Gli amministratori del Credito Valtellinese, anche sulla base delle indicazioni del proprio consulente, per la determinazione del Rapporto di Cambio hanno fatto riferimento ai seguenti metodi di valutazione:

- metodi principali: Dividend Discount Model (DDM), nell'accezione dell'Excess Capital, e metodo delle quotazioni di borsa;
- metodi di controllo: modello di Gordon, metodo dei multipli di borsa e metodo della retta di regressione.

Nell'applicazione dei suddetti metodi gli amministratori del Credito Valtellinese, con il supporto del consulente, hanno considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore bancario. I suddetti metodi, inoltre, sono stati considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia in modo indipendente è stata letta alla luce della complementarietà che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo unitario.

Gli amministratori del Credito Valtellinese, stante il contesto economico e il fatto che entrambe le società partecipanti alla Fusione sono quotate, hanno ritenuto che il DDM e le quotazioni di borsa meglio permettano l'identificazione di un valore economico del Creval e del Credito Artigiano, in quanto basati sulle stime economiche e patrimoniali future il primo e sugli attuali corsi di mercato il secondo, che sintetizzano la *view* degli investitori sulle Società. Per contro hanno ritenuto che il metodo dei multipli di borsa e della retta di regressione risentono degli andamenti volatili dei prezzi di borsa e degli effetti dei recenti eventi di natura macroeconomica sulle situazioni economiche finanziarie delle società incluse nel campione. Il metodo di Gordon è stato utilizzato come metodologia di controllo in quanto secondo gli amministratori del Creval non coglie, al contrario del DDM, tutti gli aspetti economico patrimoniali delle stime di crescita delle società oggetto di analisi. Ai fini della determinazione del valore economico delle Società gli amministratori del Creval non hanno utilizzato la metodologia delle transazioni comparabili, ritenendola poco significativa nell'ambito di un'operazione infragruppo per una quota di minoranza.

La data di riferimento della valutazione condotta dagli amministratori del Credito Valtellinese è il 14 marzo 2012.

4.1.2. Metodi seguiti dagli amministratori del Credito Artigiano

Gli amministratori del Credito Artigiano, anche sulla base delle indicazioni del proprio consulente, per la determinazione del Rapporto di Cambio hanno fatto riferimento ai seguenti metodi di valutazione:

- metodo principale: DDM, nell'accezione dell'Excess Capital;
- metodi di controllo: metodo dei multipli di borsa, metodo della retta di regressione, metodo delle quotazioni di borsa, metodo delle transazioni comparabili e metodo dell'analisi di contribuzione.

Gli amministratori del Credito Artigiano, con il supporto del proprio consulente, hanno preferito il criterio del DDM nella sua variante Excess Capital rispetto al DDM puro (che attualizza i flussi sulla base della politica di dividendi perseguita dall'azienda), in quanto hanno ritenuto che meglio possa fornire una valorizzazione relativa delle Società partecipanti alla fusione, portando alla determinazione di valori confrontabili delle stesse, a prescindere dalla politica di distribuzione annunciata o storicamente perseguita.

La data di riferimento della valutazione condotta dagli amministratori del Credito Artigiano è il 16 marzo 2012.

4.2. Descrizione dei metodi di valutazione

4.2.1. Dividend Discount Model nella variante Excess Capital

Il Dividend Discount Model nella variante Excess Capital ipotizza che il valore di una società (W) risulti dall'applicazione della seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FT_t}{(1+i)^t} + VT_a$$

dove:

FT_t = flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base delle proiezioni economico finanziarie elaborate, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale proprio (k_c), pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio;

VT_a = valore attuale del valore terminale (Terminal Value) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso finanziario distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine (g).

Tale metodologia è stata applicata dagli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, sulla base dei dati economici e patrimoniali prospettici 2012-2016 del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano, approvati in data 19 marzo 2012 dai rispettivi Consigli di Amministrazione, e di un Tier 1 ratio target pari all'8,0%.

Il tasso di attualizzazione è stato stimato dagli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, attraverso l'applicazione del Capital Asset Pricing Model (CAPM) secondo la seguente formula:

$$i = R_f + \text{Beta} * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. Al riguardo:

- il consulente del Creval ha considerato un R_f , integrato del fattore rischio paese, pari al rendimento medio a 3 mesi del BTP decennale emesso dallo stato italiano, stimato pari al 6,0% (alla data del 14 marzo 2012);
- il consulente del Credito Artigiano ha considerato un R_f pari al rendimento medio a 6 mesi del BTP decennale pari al 6,07% (alla data del 16 marzo 2012), preferendo utilizzare la media di un arco temporale in luogo di un valore puntuale per tener conto dell'elevata volatilità di tale strumento registrata nel corso degli ultimi mesi.

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato. Al riguardo:

- il consulente del Creval ha considerato un premio per il rischio pari al 4,5%;
- il consulente del Credito Artigiano ha considerato un premio per il rischio pari al 5,0%.

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto al mercato). A tale riguardo:

- il consulente del Creval ha considerato un beta pari a 1,03 (valore mediano al 14 marzo 2012 dei beta di un campione di società comparabili, costituito da banche italiane quotate di media dimensione, calcolato su base settimanale e su un orizzonte temporale di 2 anni, fonte: FactSet);
- il consulente del Credito Artigiano ha considerato un beta pari a 0,90 (valore medio al 16 marzo 2012 dei beta adjusted di un campione di società comparabili, costituito da banche italiane quotate multiregionali, anche a matrice popolare, caratterizzate da un elevato radicamento nel territorio di riferimento, calcolato su base settimanale e su un orizzonte temporale di 5 anni, fonte: Bloomberg).

Alla luce di quanto precede il tasso di attualizzazione è stato stimato:

- dal consulente del Creval pari al 10,61%;
- dal consulente del Credito Artigiano pari al 10,58%.

Il Terminal Value è stato determinato dagli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, sulla base del valore attuale di una rendita perpetua basata sulla stima del flusso finanziario normalizzato distribuibile nel lungo periodo nel rispetto dei requisiti patrimoniali e di un tasso di crescita "g" pari al 2%.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati, gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, hanno effettuato analisi di sensitività in relazione al tasso di crescita di lungo periodo e al Tier I ratio Target.

4.2.2. Metodo delle quotazioni di borsa

Il metodo delle quotazioni di borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati sui mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione. Dottrina e prassi professionale suggeriscono a tal proposito di tenere conto dei risultati desumibili dalle quotazioni di borsa anche attraverso il calcolo di medie su diversi orizzonti temporali.

A tal riguardo:

- gli amministratori del Creval, con il supporto del proprio consulente, hanno considerato i prezzi medi ponderati a 1 settimana, 1 mese, 3 mesi e a 6 mesi dei titoli delle Società al 14 marzo 2012;
- gli amministratori del Credito Artigiano, con il supporto del proprio consulente, hanno considerato i prezzi medi ponderati per i rispettivi volumi a 1 giorno, 1 mese, 3 mesi e a 6 mesi dei titoli delle Società antecedenti il 19 marzo 2012, data di annuncio della Fusione.

4.2.3. Metodo dei multipli di borsa

Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di una società 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 di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del campione di riferimento.

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Gli Amministratori, con il supporto del rispettivo consulente, hanno considerato i campioni individuati per la stima del tasso di attualizzazione.

2. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.

Per ciascuna delle società costituenti il campione, gli Amministratori, con il supporto del rispettivo consulente, hanno considerato i multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi, anche tenuto conto delle caratteristiche proprie del settore bancario e della prassi di mercato. Al riguardo:

- il consulente del Creval ha considerato i multipli: Prezzo/Utili Prospettici (P/E), Prezzo/Patrimonio Netto (P/BV) e Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile (P/TBV) ¹ 2011-2013 allo scopo di cogliere, all'interno di un arco temporale, gli estremi delle potenziali valutazioni delle Società.

Ai fini del calcolo del valore di borsa delle società inserite nel campione è stato utilizzato il prezzo disponibile in data 14 marzo 2012. Con riferimento ai dati di utili prospettici per il 2011-2013 sono state utilizzate le stime fornite da FactSet espressive del consenso presso gli analisti finanziari (*consensus*).

- Il consulente del Credito Artigiano ha considerato i multipli: P/E Capital Adjusted e P/TBV Capital Adjusted 2012-2014 che “sterilizzano” le differenti strutture patrimoniali presenti nelle banche del campione. In particolare è stato:
 - calcolato per ciascuna società inclusa nel campione l'eccesso/deficit di capitale rispetto ad un livello di Tier 1 Ratio target;
 - determinato l'importo dell'aumento di capitale o del riacquisto di azioni proprie necessario per raggiungere il livello di patrimonializzazione identificato;
 - determinato l'impatto economico, sulla base del tasso R_f , al netto dell'effetto fiscale, del maggiore/minore capitale a disposizione (ai fini del calcolo dei multipli P/E Capital Adjusted) e l'impatto patrimoniale (ai fini del calcolo dei multipli P/TBV Capital Adjusted);
 - calcolato il multiplo P/E Capital Adjusted ed il multiplo P/TBV Capital Adjusted sulla base del nuovo utile netto rettificato, del nuovo patrimonio netto tangibile rettificato e del nuovo numero di azioni.

Il livello di Tier 1 Ratio target per Creval, Credito Artigiano e per le società comparabili selezionate ai fini della rettifica è stato considerato, sulla base di quanto fatto nel DDM, pari all'8,0%. L'eccesso/deficit di capitale stimato per le Società, sulla base dei dati pubblici più recenti disponibili proformati per le principali operazioni annunciate sul capitale rispetto al Tier 1 ratio dell'8,0%, è stato considerato come capitale accessorio e sommato/sottratto *tout court* al valore delle Società risultante dall'applicazione della media dei multipli P/E Capital Adjusted e P/TBV Capital Adjusted, rispettivamente, all'utile netto rettificato e al patrimonio netto tangibile rettificato del Creval e del Credito Artigiano.

Ai fini del calcolo del valore di borsa delle società inserite nel campione è stato utilizzato il prezzo disponibile in data 16 marzo 2012, ultimo giorno di borsa aperta antecedente la data dell'annuncio della Fusione. Con riferimento ai dati degli utili prospettici per il 2012-2014 sono state utilizzate le stime fornite da Thomson Financial Datastream.

3. *Applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione, in modo da pervenire ad un intervallo di valori delle società stesse.*

Al fine di stimare il valore delle Società i Consulenti hanno applicato i multipli così ottenuti ai rispettivi dati economici e patrimoniali del Creval e del Credito Artigiano 2011-2104.

¹ Il TBV è stato calcolato rettificando il patrimonio netto stimato delle società considerate per tenere conto di una serie di poste immateriali rettificative, di cui la più importante è l'avviamento.

4.2.4. Retta di regressione

Il metodo della retta di regressione stima il valore di una banca sulla base della correlazione esistente, per un campione di società comparabili, fra la redditività prospettica del capitale proprio (espressa dal Return on Tangible Equity – RoTE o dal Return on Equity - RoE) e il relativo premio/sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto tangibile (P/TBV) o al patrimonio netto (P/BV). Dall'analisi di tali valori è possibile desumere il multiplo P/TBV, o P/BV, associabile alla redditività prospettica della società oggetto di valutazione.

Il consulente del Creval, ai fini dell'applicazione del metodo della retta di regressione, ha impiegato il medesimo campione utilizzato nell'applicazione del metodo dei multipli di borsa, considerando i RoE attesi 2011-2013 rispetto ai P/BV attesi 2011-2013.

Il consulente del Credito Artigiano, ai fini dell'applicazione del metodo della retta di regressione, ha impiegato il medesimo campione utilizzato nell'applicazione del metodo dei multipli di borsa e lo stesso orizzonte temporale, considerando i RoATE² attesi 2012-2014 rispetto ai P/TBV attesi 2012-2014. In particolare, i RoATE sono stati calcolati sulla base dei dati di utile netto e di patrimonio netto tangibile prospettici stimati sulla base di tali utili e dei dividendi attesi forniti da Thomson Financial Datastream.

4.2.5. Modello di Gordon

Il modello di Gordon stabilisce che il valore di un'azienda (W) sia determinato sulla base della relazione tra (i) la redditività futura sostenibile nel lungo termine, espressa dal valore attuale dell'utile netto "R", (ii) il tasso di crescita "g" atteso nel lungo termine e (iii) il tasso di rendimento di mercato espressivo del costo del capitale proprio (k_e). Tale metodologia è stata applicata dagli amministratori del Creval, con il supporto del proprio consulente, quale metodologia di controllo.

In sintesi il valore economico di una società viene determinato come segue:

$$W = \frac{RoTE - g}{(k_e - g)} \times TBV - AC$$

dove:

RoTE = redditività futura sostenibile nel lungo periodo stimata dal consulente del Creval in funzione del RoTE medio 2015-2016 derivante dalle stime prospettiche (pari a circa il 12,0%);

g = tasso di crescita atteso a lungo termine del risultato medio atteso sostenibile, considerato dal consulente del Creval pari al 2%;

k_e = tasso di sconto, pari al costo del capitale sopraindicato, pari al 10,61%;

AC = assorbimento di capitale (2011), stimato dal consulente del Creval sulla base di un Tier 1 ratio obiettivo pari all'8,0%.

² Return on Average Tangible Equity.

4.2.6. Metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.

Gli amministratori del Credito Artigiano, con il supporto del proprio consulente, hanno scelto di utilizzare il metodo delle transazioni comparabili per la determinazione del valore del Credito Artigiano, mentre per la valorizzazione del Creval hanno fatto riferimento alle medie delle quotazioni di mercato negli orizzonti temporali selezionati sopraindicati ritenendo che, essendo il Credito Valtellinese la società incorporante nell'ambito della Fusione, una valorizzazione del Creval formulata sulla base di multipli pagati in occasione di operazioni di acquisizione risulterebbe scarsamente significativa.

L'applicazione del criterio è stata effettuata dal consulente del Credito Artigiano sulla base dei moltiplicatori di un campione di transazioni effettuate in Italia e ritenute omogenee all'operazione in oggetto in quanto operazioni di acquisizione di quote di minoranza di banche. Il consulente del Credito Artigiano ha proceduto a calcolare i multipli riconosciuti nelle transazioni ritenute comparabili, sulla base della valutazione del 100% della società *target*, ottenuta dividendo il prezzo effettivamente pagato dall'acquirente per la quota percentuale acquisita. In generale il controvalore corrisposto per l'acquisizione di quote di minoranza tramite scambio azionario è stato calcolato sulla base del prezzo puntuale dell'offerente/incorporante alla data dell'annuncio dell'operazione. I multipli sono stati calcolati con riferimento ai dati della società *target* come da bilancio di chiusura più prossimo alla data di annuncio dell'operazione.

Per la valutazione del Credito Artigiano il consulente del Credito Artigiano ha individuato un campione di operazioni comparabili relative ad acquisizioni di pacchetti di minoranza di banche da parte della società controllante. È stato selezionato il multiplo P/TBV e sulla base delle considerazioni effettuate sul campione il consulente del Credito Artigiano ha ritenuto di non applicare il P/E in quanto tale da non rendere significativa l'applicazione del criterio. I multipli così ottenuti sono stati applicati alle grandezze del Credito Artigiano al 31 dicembre 2011.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, il Creval è stato valorizzato dal consulente del Credito Artigiano sulla base del valore minimo e del valore massimo delle medie delle quotazioni ufficiali di borsa del titolo a 1 giorno, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi, coerentemente con quanto fatto nel metodo delle quotazioni di borsa.

4.2.7. Analisi di contribuzione

Il metodo dell'analisi di contribuzione non individua dei valori assoluti ma il peso relativo delle società partecipanti ad una fusione rispetto al complesso risultante dalla medesima e quindi i rapporti espressivi del contributo apportato da ciascuna azienda alla combinazione risultante dall'aggregazione in termini reddituali e patrimoniali. Il criterio in oggetto, in particolare, si fonda sul confronto tra grandezze ritenute significative con riguardo alle aziende bancarie che procedono all'integrazione ed essenzialmente riferibili a profili strategicamente rilevanti, sia in termini dimensionali che di produzione di flussi reddituali.

Nel caso in questione gli amministratori del Credito Artigiano con il supporto del proprio consulente hanno determinato la contribuzione delle Società in relazione ad alcune voci di conto economico, stato patrimoniale e stime di utile netto prospettico relative all'orizzonte 2012-2016 come risultanti dai dati economici e patrimoniali prospettici del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano 2012-2016.

5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

5.1. Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori del Credito Valtellinese

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione del Credito Valtellinese, anche con l'assistenza e il supporto del proprio consulente, devono essere considerate alla luce dei seguenti limiti e difficoltà di valutazione, così come indicato dagli amministratori del Creval nella loro relazione illustrativa del Progetto di Fusione:

- l'analisi è stata condotta considerando Creval e Credito Artigiano 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;
- ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione di mercato sono stati utilizzati i prezzi di borsa del Creval e del Credito Artigiano e del campione selezionato e stime da *consensus* per la determinazione dei dati operativi del campione selezionato;
- 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;
- sono stati considerati gli effetti economici e patrimoniali del riscatto integrale anticipato del POC, eseguito il 7 maggio 2012;
- a seguito della proposta di eliminazione del valore nominale delle azioni del Creval, sono stati considerati gli effetti economici e patrimoniali dell'esercizio da parte dei portatori dei Warrant del diritto di sottoscrizione di nuove azioni del Creval, per una quota pari al 75% dei Warrant attualmente in circolazione, ipotizzato nel 2014;
- i dati economici e patrimoniali prospettici del Creval non riflettono gli effetti derivanti dalla Fusione o da altre operazioni straordinarie, ad esclusione del riscatto anticipato del POC e dell'esercizio dei Warrant.

5.2. Difficoltà di valutazione incontrate dagli amministratori del Credito Artigiano

Le valutazioni svolte dal Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano, anche con l'assistenza e il supporto del proprio consulente, devono essere considerate alla luce dei seguenti limiti e difficoltà di valutazione, così come indicato dagli amministratori del Credito Artigiano nella loro relazione illustrativa del Progetto di Fusione:

- l'analisi è stata condotta considerando Creval e Credito Artigiano 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;
- ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione di mercato sono stati utilizzati i prezzi di borsa del Creval e del Credito Artigiano e del campione selezionato e stime da *consensus* per la determinazione dei dati operativi del campione selezionato;
- 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;
- sono stati considerati gli effetti economici e patrimoniali del riscatto integrale anticipato del POC, eseguito il 7 maggio 2012;

- a seguito della proposta di eliminazione del valore nominale delle azioni del Creval, sono stati considerati gli effetti economici e patrimoniali dell'esercizio da parte dei portatori dei Warrant del diritto di sottoscrizione di nuove azioni del Creval, per una quota pari al 100% dei Warrant attualmente in circolazione, ipotizzato nel 2014;
- i dati economici e patrimoniali prospettici del Creval non riflettono gli effetti derivanti dalla Fusione o da altre operazioni straordinarie, ad esclusione del riscatto anticipato del POC e dell'esercizio dei Warrant;
- il prezzo di borsa del titolo Credito Artigiano risulta caratterizzato da volumi di scambi estremamente contenuti; lo scarso livello di liquidità limita la significatività della metodologia valutativa dell'andamento dei prezzi di borsa.

6. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAGLI AMMINISTRATORI

6.1. Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli amministratori del Credito Valtellinese

Sulla base di quanto descritto in precedenza gli amministratori del Credito Valtellinese, sulla base delle indicazioni del proprio consulente, hanno individuato i seguenti intervalli di valore per azione delle Società.

Credito Valtellinese		
<i>Euro, valori arrotondati</i>	Valore per azione	
	Min	Max
Metodi principali		
Dividend Discount Model	4,14	5,13
Quotazioni di borsa	2,10	2,43
Metodi di controllo		
Multipli di borsa	1,42	2,98
<i>Mediana P/E 2011 – 2013</i>	<i>1,42</i>	<i>1,78</i>
<i>Mediana P/BV 2011 – 2013</i>	<i>2,56</i>	<i>2,98</i>
<i>Mediana P/TBV 2011 – 2013</i>	<i>1,95</i>	<i>2,67</i>
Retta di regressione	2,01	2,15
Modello di Gordon	3,25	3,70

Credito Artigiano		
<i>Euro, valori arrotondati</i>		
	Valore per azione	
	Min	Max
Metodi principali		
Dividend Discount Model	3,04	3,49
Quotazioni di borsa	0,95	1,16
Metodi di controllo		
Multipli di borsa	0,70	1,84
<i>Mediana P/E 2011–2013</i>	<i>0,70</i>	<i>0,92</i>
<i>Mediana P/BV 2011–2013</i>	<i>1,68</i>	<i>1,84</i>
<i>Mediana P/TBV 2011–2013</i>	<i>1,22</i>	<i>1,60</i>
Retta di regressione	1,06	1,50
Modello di Gordon	2,46	2,71

Sulla base degli intervalli di valore relativi del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano derivanti dall'applicazione dei metodi di cui sopra, gli amministratori del Credito Valtellinese hanno individuato per ciascuna metodologia i seguenti rapporti di cambio.

Rapporto di Cambio		
<i>Valori arrotondati</i>		
	Min	Max
Metodi principali^(*)		
Dividend Discount Model	0,59x	0,84x
Quotazioni di borsa	0,39x	0,55x
Metodi di controllo		
Multipli di borsa ^(**)	0,39x	0,82x
<i>Mediana P/E 2011–2013^(*)</i>	<i>0,39x</i>	<i>0,64x</i>
<i>Mediana P/BV 2011–2013^(*)</i>	<i>0,57x</i>	<i>0,72x</i>
<i>Mediana P/TBV 2011–2013^(*)</i>	<i>0,46x</i>	<i>0,82x</i>
Retta di regressione ^(*)	0,49x	0,74x
Modello di Gordon ^(*)	0,67x	0,83x

^(*) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati per ciascuna metodologia i valori per azione minimi del Credito Artigiano con i valori per azione massimi del Credito Valtellinese e i valori per azione massimi del Credito Artigiano con i valori per azione minimi del Credito Valtellinese.

^(**) L'intervallo del Rapporto di Cambio è stato determinato considerando come estremo inferiore il minimo dei valori minimi e come estremo superiore il massimo dei valori massimi degli intervalli individuati con i diversi multipli.

Gli amministratori del Credito Valtellinese, tenendo in considerazione le metodologie principali (*range* rapporto di cambio del DDM compreso tra 0,59x e 0,84x e *range* delle quotazioni di borsa compreso tra 0,39x e 0,55x), hanno individuato il *range* nel cui ambito è stato determinato il Rapporto di Cambio compreso tra un minimo di 0,47x (valore medio del *range* individuato con le quotazioni di borsa) e un massimo di 0,72x (valore medio del *range* individuato con il DDM) azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

6.2. Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dagli amministratori del Credito Artigiano

Sulla base di quanto descritto in precedenza gli amministratori del Credito Artigiano, sulla base delle indicazioni del proprio consulente, hanno individuato i seguenti intervalli di valore per azione delle Società.

Credito Valtellinese		
<i>Euro, valori arrotondati</i>		
	Valore per azione	
	Min	Max
Metodi principali		
Dividend Discount Model	4,25	5,15
Metodi di controllo		
Multipli di borsa	1,56	2,35
Retta di regressione	1,49	1,64
Quotazioni di borsa	2,05	2,27
Transazioni comparabili	2,05	2,27
Analisi di contribuzione	1,96	2,27

Credito Artigiano		
<i>Euro, valori arrotondati</i>		
	Valore per azione	
	Min	Max
Metodi principali		
Dividend Discount Model	3,05	3,50
Metodi di controllo		
Multipli di borsa	0,83	1,67
Retta di regressione	0,63	0,97
Quotazioni di borsa	0,88	1,06
Transazioni comparabili	1,57	1,57
Analisi di contribuzione	0,98	1,30

Sulla base degli intervalli di valore relativi del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano derivanti dall'applicazione dei metodi di cui sopra, gli amministratori del Credito Artigiano hanno individuato per ciascuna metodologia i seguenti rapporti di cambio.

Rapporto di Cambio		
<i>Valori arrotondati</i>	Valore per azione	
	Min	Max
Metodi principali		
Dividend Discount Model ^(*)	0,59x	0,82x
Metodi di controllo		
Multipli di borsa ^(**)	0,53x	0,71x
Retta di regressione ^(**)	0,42x	0,59x
Quotazioni di borsa ^(**)	0,43x	0,47x
Transazioni comparabili ^(**)	0,69x	0,76x
Analisi di contribuzione ^(*)	0,43x	0,66x

^(*) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati i valori per azione minimi del Credito Artigiano con i valori per azione massimi del Credito Valtellinese e i valori per azione massimi del Credito Artigiano con i valori per azione minimi del Credito Valtellinese.

^(**) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati i valori per azione massimi del Credito Artigiano e del Credito Valtellinese ed i valori per azione minimi del Credito Artigiano e del Credito Valtellinese.

6.3. Determinazione del Rapporto di Cambio

Gli Amministratori, a conclusione del processo valutativo e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto conto del profilo strategico della Fusione e anche del lavoro svolto dai Consulenti, all'esito delle negoziazioni intervenute, hanno definito il seguente Rapporto di Cambio:

- **n. 0,70 azioni ordinarie Credito Valtellinese per ogni azione ordinaria Credito Artigiano del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna.**

Non sono previsti conguagli in denaro.

7. LAVORO SVOLTO

(a) Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente paragrafo 3.

Con riferimento alla documentazione utilizzata, sono state svolte le seguenti procedure:

- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, assumono come base di riferimento ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2011 del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano, corrispondenti a quelle risultanti dai rispettivi progetti di bilancio alla suddetta data. Pertanto, con riferimento a tali bilanci, abbiamo effettuato colloqui con le Direzioni delle Società e le rispettive società di revisione, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la redazione dei bilanci, svolgendo altresì analisi critiche degli ammontari in essi esposti e degli indici di bilancio da essi ricavabili, nonché riscontri degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci dell'esercizio 2010.

Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura ritenuta necessaria per le finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1..

Abbiamo altresì raccolto, attraverso colloqui con le Direzioni delle Società e le rispettive società di revisione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di riferimento delle situazioni patrimoniali sopra menzionate, che possano avere un effetto significativo per le finalità dell'incarico conferitoci e sull'applicazione delle metodologie valutative.

- Fermi restando l'incertezza ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano i criteri utilizzati per la redazione dei dati economici e patrimoniali prospettici 2012-2016, anche al fine di verificare l'applicazione di criteri omogenei nella loro determinazione.
- Abbiamo infine analizzato la restante documentazione elencata al precedente paragrafo 3..

(b) Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Relativamente ai metodi adottati dagli amministratori del Credito Valtellinese e del Credito Artigiano, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, per la stima del valore delle Società e, quindi, del Rapporto di Cambio, abbiamo svolto un esame critico dei metodi seguiti, raccogliendo elementi utili per accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Cambio, preservando il criterio dell'omogeneità valutativa.

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verifica della completezza e dell'omogeneità delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 3.;
- verifica della correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificarne l'impatto sul Rapporto di Cambio al variare delle ipotesi (tra le quali le assunzioni sottostanti il prezzo di riscatto anticipato del POC), dei parametri e dei pesi utilizzati dai Consulenti delle Società;
- colloqui con i Consulenti, con i quali abbiamo discusso l'attività di analisi da questi svolta sulle Società, con particolare riferimento ai parametri considerati in ciascuna valutazione e al grado di sostenibilità attribuita dai Consulenti alle assunzioni su cui si basano i dati economici e patrimoniali prospettici 2012-2016.

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

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni, hanno privilegiato metodi che assicurano valori comparabili per le Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale finalità hanno seguito il principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione, attraverso l'utilizzo per ciascuna società di metodi e/o di parametri che ne apprezzino le peculiarità e le leve di creazione del valore. Infatti, nonostante le Società operino nello stesso settore, presentano caratteristiche dimensionali differenti.

Gli Amministratori si sono avvalsi per la determinazione del Rapporto di Cambio di propri consulenti, che hanno svolto le valutazioni in modo autonomo fra loro. La scelta dei metodi di valutazione e dei parametri operata dai Consulenti delle Società, pur con taluni elementi di differenziazione, ha comunque condotto gli stessi a considerare congruo dal punto di vista finanziario il Rapporto di Cambio.

Ciò premesso, esprimiamo le nostre considerazioni al riguardo:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand-alone* e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie rivenienti dalla Fusione, che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti/soci. Tale impostazione è generalmente seguita in analoghe valutazioni ed è prassi condivisa nel caso di operazioni di fusione;
- i metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore bancario, sia a livello nazionale che internazionale. Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi in quanto consente anche di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. I metodi adottati non devono essere peraltro analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico;
- gli Amministratori, anche con il supporto dei Consulenti, hanno selezionato, ognuno nell'ambito della propria soggettività e comunque sulla base di procedimenti razionali, i metodi e i parametri che hanno ritenuto più adeguati per la stima del Rapporto di Cambio. Al riguardo si segnala che ogni processo valutativo e ogni definizione di valore di una società comporta diversi gradi di discrezionalità. Qualora si confrontassero le valutazioni riferite ad una medesima azienda e per le medesime finalità, poste in essere da più soggetti dotati di professionalità equivalenti, emergerebbero costantemente divergenze nelle modalità di sviluppo delle valutazioni, in particolare con riguardo alla scelta dei metodi di valutazione e dei parametri. Questo è dovuto alla soggettività che viene normalmente espressa dal valutatore e non significa necessariamente che i processi valutativi posti in essere dai diversi soggetti siano stati svolti in modo non accurato o senza la dovuta diligenza. Pur tenendo conto di tale soggettività, la scelta dei metodi di valutazione e dei parametri deve essere comunque ragionevole, non arbitraria, adeguatamente supportata e applicata in modo omogeneo per la valutazione delle società.

Rispetto all'adeguatezza dei metodi di valutazione utilizzati nel caso specifico evidenziamo le seguenti considerazioni:

- *Dividend Discount Model* – il DDM consente di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo Dividend Discount Model nell'accezione dell'Excess Capital è una prassi condivisa nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza. Nel caso specifico sia gli amministratori del Credito Valtellinese sia quelli del Credito Artigiano hanno ritenuto di utilizzare tale metodologia come metodo principale ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.
- *Quotazioni di borsa dei titoli Credito Valtellinese e Credito Artigiano* – questa metodologia apprezza la società sulla base delle quotazioni di Borsa dei titoli negoziati su mercati azionari regolamentati. Tale metodologia è ritenuta rilevante in presenza di significativa capitalizzazione e liquidità dei titoli, di un'estesa copertura da parte di *broker* e di un'adeguata informazione al mercato. Nel caso specifico, gli amministratori del Credito Valtellinese hanno utilizzato tra i metodi principali le quotazioni di borsa mentre gli amministratori del Credito Artigiano hanno ritenuto di utilizzare tale metodologia tra i metodi di controllo indicando che la significatività di tale metodo è limitata dalla scarsa liquidità del titolo Credito Artigiano.
- *Criteri di mercato (multipli di borsa, retta di regressione)* – i criteri di mercato permettono di apprezzare il valore e l'appetibilità di una società sulla base di tutte le informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, sulla società e sul settore di riferimento. Tali criteri sono adatti nel caso di società che forniscono al mercato un'adeguata informativa sul proprio andamento attuale e prospettico e che operano in settori dove esistono società comparabili per tipologia di attività svolta, dimensioni e redditività. Nel caso specifico la metodologia è stata considerata dagli Amministratori ai soli fini di controllo.
- *Metodo delle transazioni comparabili* – il metodo delle transazioni comparabili consente di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi. Tale metodologia è adatta nel caso in cui si abbia a disposizione un numero sufficientemente ampio di transazioni avvenute nel recente passato aventi come *target* società che possono essere ritenute omogenee alla società oggetto di valutazione in termini di settore di attività, mercati di riferimento e caratteristiche operative. Nel caso specifico tale metodologia è stata considerata dagli amministratori del Credito Artigiano ai soli fini di controllo.
- *Modello di Gordon* – tale metodo, come il DDM, consente di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. Nel caso specifico tale metodologia è stata considerata dagli amministratori del Credito Valtellinese ai soli fini di controllo.
- *Analisi di contribuzione* - tale metodo, basato sui fondamentali, consente di individuare il peso relativo di ciascuna società partecipante alla fusione rispetto al complesso che ne risulta, confrontandone le principali grandezze economiche e patrimoniali. L'applicazione di tale metodologia è una prassi condivisa in operazioni di fusione. Nel caso specifico tale metodologia è stata considerata dagli amministratori del Credito Artigiano ai soli fini di controllo.

Si ritiene infine opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di metodi omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tali valori non sono pertanto utilizzabili per finalità diverse.

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

Nell'espletamento del nostro incarico abbiamo incontrato le problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso di società che, sebbene operanti nel medesimo settore di riferimento, presentano caratteristiche dimensionali differenti.

In merito alle principali limitazioni e difficoltà valutative incontrate si segnalano in particolare le seguenti:

- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalle Direzioni delle Società. Tali dati sono per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche, a fenomeni esogeni all'azienda e sono altresì basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. I suddetti fattori di incertezza sono attualmente accresciuti dalla situazione di turbolenza dei mercati finanziari e dall'incertezza del quadro macroeconomico globale;
- nell'applicazione dei metodi di valutazione gli Amministratori, con il supporto dei Consulenti, hanno utilizzato dati relativi a quotazioni di mercato e previsioni degli analisti finanziari che sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze dei mercati;
- gli amministratori del Credito Valtellinese hanno utilizzato tra i metodi principali le quotazioni di borsa dei titoli Credito Valtellinese e Credito Artigiano, mentre gli Amministratori del Credito Artigiano hanno ritenuto di utilizzare tale metodologia tra i metodi di controllo indicando che la significatività di tale metodologia è limitata dalla scarsa liquidità del titolo Credito Artigiano. Si osserva peraltro che nel caso dell'approccio seguito dagli amministratori del Credito Valtellinese, l'utilizzo di una pluralità di metodi (principali e di controllo) consente anche di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società;
- gli Amministratori affermano di aver individuato il Rapporto di Cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi e delle negoziazioni intervenute, senza peraltro illustrarne tutti gli elementi che li hanno condotti all'identificazione del Rapporto di Cambio. Si osserva peraltro che il Rapporto di Cambio si colloca all'interno degli intervalli di rapporti di cambio individuati attraverso l'applicazione dell'unico metodo principale adottato da entrambi i Consigli di Amministrazione ed è sostanzialmente allineato al valore medio di tali intervalli;
- nella stima del Rapporto di Cambio gli Amministratori hanno tenuto conto dell'esercizio da parte dei portatori di una quota parte del Warrant, ipotizzato nel 2014. Le modalità di tale conversione e il relativo ammontare potrebbero risultare diversi da quelli ipotizzati dagli Amministratori in dipendenza delle condizioni di mercato al momento dell'effettivo esercizio.

I predetti limiti e difficoltà di valutazione sono stati oggetto di attenta considerazione ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio.

10. CONCLUSIONI

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

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Ezio Bonatto
Socio

Milano, 14 maggio 2012