



MEDIOBANCA

Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 19 marzo 2012

Spett.le
Credito Artigiano S.p.A.
Piazza San Fedele, 4
20121 Milano

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

In data 19 marzo 2012 il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano S.p.A. ("**Credito Artigiano**" o la "**Società**") si è riunito per deliberare in merito ad un progetto di fusione per incorporazione ai sensi dell'art. 2501-ter del codice civile (la "**Fusione**" e/o l'"**Operazione**") dello stesso Credito Artigiano nella controllante Credito Valtellinese S.c. ("**Creval**" e assieme a Credito Artigiano, le "**Parti**" o le "**Banche**") sulla base di un rapporto di cambio che è stato individuato in n. 0,70 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano (il "**Rapporto di Cambio**").

L'Operazione si inquadra nell'ambito delle direttrici di sviluppo del gruppo Creval definite nel Piano Strategico 2011-2014 (il "**Piano**") approvato da parte del Consiglio di Amministrazione di Creval il 22 febbraio 2011 mediante l'implementazione di alcune azioni volte al conseguimento di quattro obiettivi principali:

- ◆ recupero di redditività ed efficienza;
- ◆ semplificazione della struttura societaria e organizzativa;
- ◆ ottimizzazione dell'allocazione del capitale;
- ◆ miglioramento del profilo di liquidità.

Con particolare riferimento agli obiettivi di semplificazione della struttura societaria e di ottimizzazione delle risorse patrimoniali, in data 19 marzo 2012 il Consiglio di Amministrazione di Creval ha esaminato, congiuntamente alla Fusione, la realizzazione delle seguenti operazioni di finanza straordinaria:

- ◆ il riscatto integrale anticipato del prestito obbligazionario convertibile "Credito Valtellinese 2009/2013 a tasso fisso convertibile con facoltà di rimborso in azioni" ("**POC**"), come peraltro già anticipato nell'ambito delle comunicazioni al mercato relative al Piano (il "**Riscatto Integrale del POC**");
- ◆ la promozione da parte di Creval di un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria e totalitaria ("**OPAS**") avente ad oggetto le azioni ordinarie di Credito Siciliano S.p.A. ("**Credito Siciliano**") non detenute da Creval.

In relazione all'Operazione, Credito Artigiano ha conferito a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**") un incarico di consulenza finanziaria (l'"**Incarico**") finalizzato all'emissione di una *fairness opinion* (il "**Parere**") con riferimento alla congruità del Rapporto di Cambio proposto.

Si precisa che Mediobanca fa parte di un primario gruppo bancario, le cui società sono impegnate in un'ampia gamma di operazioni finanziarie, sia per conto proprio sia per conto dei propri clienti. È perciò possibile che Mediobanca, o taluna delle consociate, o taluno dei clienti del gruppo bancario di appartenenza, nell'ambito dell'ordinaria attività, abbiano stipulato accordi o detengano partecipazioni ovvero compiano operazioni aventi ad oggetto gli strumenti finanziari oggetto del presente Parere. Mediobanca percepirà un compenso per la redazione del presente Parere e potrebbe in futuro fornire servizi di *investment banking* a, e ricevere i relativi compensi da, il gruppo facente capo al Creval.

cel



Il presente Parere è stato redatto a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano che, in conformità a quanto previsto nella lettera di Incarico, se ne potrà avvalere per le determinazioni di propria competenza. Pertanto, il Parere: (i) non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso e nell'Incarico, salvo preventiva autorizzazione scritta di Mediobanca ovvero richiesto da leggi o regolamenti o da qualsiasi autorità di mercato o altra autorità competente; (ii) è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano e, pertanto, nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi sulla bontà e convenienza dell'Operazione rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nel Parere.

Il Parere è diretto alla verifica della congruità del Rapporto di Cambio ed, in nessun caso, le valutazioni riportate nel Parere sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame.

Ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione del Parere, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche. Inoltre, il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate da Mediobanca, ancora una volta con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni e della Documentazione (come *infra* definite) fornite dalle Parti.

Nello svolgimento dell'Incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Mediobanca ha confidato: (i) sulla veridicità, completezza ed accuratezza, sotto ogni profilo, dei documenti, dati e informazioni utilizzati (le "Informazioni"), tra cui la Documentazione (come *infra* definita), forniti da o per conto di Credito Artigiano, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi indipendente. Mediobanca non si assume pertanto alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per l'elaborazione e la stesura del Parere; (ii) sul fatto che i dati previsionali siano stati predisposti sulla base di assunzioni ragionevoli e che gli stessi riflettano il giudizio più accurato possibile del *management* delle Parti circa il futuro sviluppo delle attività. In ogni caso, con il presente Parere, Mediobanca non esprime alcun giudizio circa il valore economico e/o il prezzo di mercato che Creval e/o Credito Artigiano potrebbero avere in futuro né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di Creval e/o Credito Artigiano.

Le conclusioni esposte sono basate sul complesso delle considerazioni effettuate. Ciascuna delle tecniche di valutazione prescelte, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta delle limitazioni intrinseche, come meglio specificato di seguito. Tali valutazioni non debbono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. Pertanto, in nessun caso, singole parti del presente Parere possono essere utilizzate separatamente dal parere stesso nella sua interezza. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nel Parere.

Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e di mercato, tenendo in opportuna considerazione l'attuale volatilità del contesto economico finanziario. A tal proposito, è inteso che sviluppi successivi, nelle condizioni di mercato, nelle proiezioni economico finanziarie e in tutte le altre Informazioni su cui è basato il Parere potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Mediobanca, dal canto suo, non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni. Si precisa che la data di riferimento della stima è il 16 marzo 2012. Mediobanca ha basato le proprie valutazioni sull'assunto che nel periodo compreso tra le ultime situazioni economico-patrimoniali disponibili per le Parti, ovvero il 31.12.2011, e la data di riferimento del Parere non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario delle Parti.



Infine, il Parere non costituisce né un'offerta al pubblico né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario. Inoltre né il Parere, né alcuna delle considerazioni in esso contenute, né alcuna delle conclusioni in esso riportate possono o potranno in alcun modo essere ricondotte ad una qualsiasi espressione di giudizio di Mediobanca sulla situazione finanziaria di Creval e di Credito Artigiano e/o sulla sostenibilità finanziaria dei loro piani industriali.

1. Documentazione utilizzata

Ai fini dello svolgimento dell'incarico, Mediobanca ha, tra l'altro, preso in esame la seguente documentazione (la "Documentazione"):

- ◆ bilanci civilistici di Creval e Credito Artigiano al 31.12.2010 e bilancio consolidato di Creval al 31.12.2010;
- ◆ relazioni finanziarie semestrali di Creval e Credito Artigiano al 30.06.2011;
- ◆ resoconti intermedi di gestione di Creval e Credito Artigiano al 30.09.2011;
- ◆ piano consolidato 2011 - 2014 presentato alla comunità finanziaria il 22 febbraio 2011 ed il successivo aggiornamento approvato dal Consiglio di Amministrazione di Creval in data 19 marzo 2012 (il "Piano Creval Aggiornato 2012 - 2016");
- ◆ piano Credito Artigiano approvato dal Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano in data 19 marzo 2012 (il "Piano Credito Artigiano Aggiornato 2012 - 2016");
- ◆ prospetto informativo relativo all'offerta in opzione del prestito obbligazionario convertibile in azioni ordinarie denominato "Credito Valtellinese 2009/2013 a tasso fisso convertibile, con facoltà di rimborso in azioni con abbinati a titolo gratuito *warrant* azioni ordinarie Creval 2010 e *warrant* azioni ordinarie Creval 2014";
- ◆ numero delle azioni di Creval e Credito Artigiano esistenti alla data del 13.03.2012;
- ◆ comunicato stampa relativo all'approvazione del bilancio consolidato al 31.12.2011 di Creval e del progetto di bilancio civilistico al 31.12.2011 di Creval e Credito Artigiano;
- ◆ proposta di dividendo 2011 da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli azionisti di Creval e Credito Artigiano approvata dai rispettivi Consigli di Amministrazione;
- ◆ prospetti di conto economico, stato patrimoniale e principali grandezze extracontabili al 31.12.2011 di Creval, Credito Artigiano e Credito Siciliano;
- ◆ documenti informativi relativi ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate aventi ad oggetto le fusioni infragruppo mediante incorporazione in Credito Artigiano di Banca Cattolica S.p.A., Credito del Lazio S.p.A. e Carifano S.p.A.;
- ◆ bozza del progetto di Fusione sottoposto all'approvazione dei Consigli di Amministrazione delle Banche;
- ◆ per un campione di società comparabili, dati di mercato e informazioni relative a dati economici e patrimoniali di *consensus*;
- ◆ informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate.

Sono state inoltre realizzate *conference call* con il *management* di Creval e Credito Artigiano finalizzate ad ottenere chiarimenti sulle principali *assumptions* sottostanti l'Operazione, sui piani e sulle attese relativamente all'andamento delle Banche e del settore di riferimento.

Come già riportato in premessa, si ricorda che ogni variazione, modifica e/o aggiornamento della suddetta Documentazione, così come delle Informazioni prese a riferimento per la redazione del Parere, potrebbe rendere i contenuti del presente Parere superati e non più rilevanti.



2. Principali difficoltà e limiti della valutazione

Tra i limiti e le principali difficoltà di valutazione si segnalano i seguenti aspetti:

- ♦ in relazione al Riscatto Integrato del POC, esso avverrà attraverso un rimborso in azioni con un conguaglio in denaro qualora il valore delle azioni Creval, calcolato in un determinato periodo di rilevazione ai fini del riscatto, risulti inferiore al valore nominale pari a Euro 3,50 per azione. Il periodo di rilevazione sarà compreso tra il 4 aprile ed il 27 aprile 2012. Il prezzo di riscatto sarà pari alla media aritmetica dei prezzi ufficiali di Borsa ponderata per i volumi nel periodo di rilevazione. Pertanto, successivamente all'emissione del presente Parere, il Creval potrebbe procedere ad un aumento di capitale sociale a servizio del Riscatto Integrato del POC, ad un prezzo da definirsi e per un ammontare massimo di azioni ordinarie, ai sensi del regolamento del POC, fino a n. 105.993.720;
- ♦ Creval ha alla data odierna in circolazione n. 41.638.160 *warrant* con scadenza il 30 giugno 2014 (i "**Warrant 2014**"). I *Warrant 2014* attribuiscono ai relativi portatori il diritto di sottoscrivere azioni di nuova emissione in ragione di n. 1 nuova azione ogni n. 1 *warrant* posseduto. Il prezzo di sottoscrizione dei *Warrant 2014* è pari alla media aritmetica dei prezzi ufficiali di Creval dal 20° al 6° giorno di Borsa aperta antecedenti l'inizio del periodo di esercizio ridotto del 15% ed è previsto che non potrà comunque essere inferiore ad Euro 3,50 per azione, pari al valore nominale delle azioni Creval. In seguito alla proposta di eliminazione del valore nominale approvata dal Consiglio di Amministrazione di Creval del 19 marzo 2012, decadrà tale prezzo minimo di emissione. Pertanto, successivamente all'emissione del presente Parere, il Creval potrebbe procedere ad un aumento di capitale sociale a servizio dei suddetti *Warrant*;
- ♦ con riferimento all'OPAS sulle azioni del Credito Siciliano non detenute da Creval, successivamente all'emissione del presente Parere, potrebbe intervenire un ulteriore aumento di capitale del Creval al servizio dell'OPAS, a termini e condizioni oggi non conosciute in quanto occorre segnalare che (i) l'assemblea di Creval non ha ad oggi conferito delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2343 del Codice Civile, per l'aumento di capitale necessario al perfezionamento dell'acquisizione; (ii) non è stato reso noto ad oggi il corrispettivo offerto ai soci del Credito Siciliano nonché la suddivisione dello stesso tra componente in cassa e componente in azioni; (iii) non è stato reso noto, ad oggi, il numero di azioni oggetto di emissione ed il relativo prezzo, ma esclusivamente il numero massimo di azioni ordinarie emettabili ai fini dell'OPAS;
- ♦ le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari prospettici elaborati dal *management* di Creval e Credito Artigiano ed approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 19 marzo 2012. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza; pertanto la variazione dei dati previsionali potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni;
- ♦ 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;
- ♦ l'accesso limitato al *management* di Creval e Credito Artigiano ha ridotto la possibilità di ottenere specifiche informazioni soprattutto in merito alle ipotesi sottostanti la formulazione delle proiezioni economico-patrimoniali utilizzate;
- ♦ le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati.

In relazione a quanto sopra riportato, si rappresenta che ai fini della predisposizione del presente Parere sono state effettuate le seguenti principali assunzioni:

- ♦ è stata considerata l'emissione di n. 105.993.720 azioni ordinarie Creval ed il relativo aumento di capitale *pro forma* nell'ipotesi di un prezzo di emissione calcolato sulla base di quanto indicato nel Regolamento del POC ed ipotizzando la data del 16 marzo 2012 come data ultima del periodo di rilevazione ai fini del riscatto;
- ♦ è stata considerata l'emissione di n. 41.638.160 azioni ordinarie Creval ed il relativo aumento di capitale *pro forma* nell'ipotesi di un prezzo di emissione calcolato sulla base di quanto indicato nel Regolamento del *Warrant 2014* ed ipotizzando la data del 19 marzo 2012 come primo giorno del periodo di esercizio;
- ♦ non è stato considerato l'aumento di capitale con riferimento all'OPAS.



A tale proposito occorre rilevare che, qualora il prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'esercizio del POC e dei Warrant 2014 risultasse differente da quello ipotizzato nel presente Parere ai fini dell'emissione del giudizio di congruità, le conclusioni del Parere potrebbero modificarsi anche in maniera significativa. Mediobanca non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni in seguito al realizzarsi delle operazioni sopra richiamate.

3. Individuazione delle metodologie di valutazione

3.1. Finalità del parere: tratti caratteristici delle valutazioni ai fini di una fusione

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

Come detto in precedenza, le metodologie prescelte, pur rappresentando tecniche riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, non devono essere considerate singolarmente, bensì interpretate come parte inscindibile di un processo di valutazione unico. L'utilizzo dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea con gli altri criteri, comporta infatti la perdita di significatività del processo di valutazione stesso.

3.2. Le metodologie di valutazione adottate

Sulla base delle considerazioni esposte al paragrafo precedente e avuto riguardo alle caratteristiche specifiche di Creval e di Credito Artigiano, della tipologia di attività e del mercato di riferimento in cui le stesse operano, nonché della prassi valutativa sia italiana sia internazionale, le metodologie individuate per l'elaborazione del Parere sono le seguenti:

Metodo di valutazione principale

- ◆ Metodo del *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital*;

Metodi di valutazione di controllo

- ◆ Metodo dei Multipli di Mercato;
- ◆ Metodo della Retta di Regressione;
- ◆ Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa;
- ◆ Metodo delle Transazioni Comparabili;
- ◆ Metodo dell'Analisi di Contribuzione.

3.3. Elementi relativi al calcolo del Rapporto di Cambio

Per la determinazione del valore economico per azione di Creval e di Credito Artigiano è stato utilizzato il numero di azioni *fully diluted* che tiene conto, pertanto, anche delle azioni rivenienti dall'esercizio/conversione degli strumenti di capitale.

Per Creval il capitale considerato ai fini della valutazione è così composto:

- ◆ n. 270.193.897 azioni ordinarie;
- ◆ n. 105.993.720 azioni ordinarie rivenienti dal Riscatto Integrale del POC;
- ◆ n. 41.638.160 azioni ordinarie rivenienti dall'esercizio del *warrant*.

Pertanto il numero di azioni ordinarie considerato per Creval è pari a n. 417.825.777.

Per Credito Artigiano il capitale considerato ai fini della valutazione è composto da n. 390.167.775 azioni ordinarie.



I valori economici per azione ottenuti dall'applicazione di ciascuna metodologia valutativa sono stati rettificati per tenere in considerazione i dividendi ordinari proposti dai Consigli di Amministrazione delle Banche a valere sull'utile dell'esercizio 2011 pari, rispettivamente a Euro 0,05 per Creval ed Euro 0,08 per Credito Artigiano.

Alla data di riferimento del presente Parere, Creval detiene (i) una partecipazione in Credito Artigiano pari al 77,41% del capitale sociale e (ii) una partecipazione in Credito Siciliano pari al 79,2% di cui il 43,4% detenuto direttamente ed il 35,8% indirettamente tramite il Credito Artigiano, così come comunicato a Mediobanca dalla Società.

3.4. Metodo del *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital*

Il metodo del *Dividend Discount Model*, nella variante cosiddetta dell'*Excess Capital* ("DDM"), si fonda sull'assunto che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

- i) flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti generati nell'orizzonte temporale prescelto senza intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- ii) valore terminale ("*Terminal Value*") calcolato quale valore attuale di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo ("g").

Si è 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 si ritiene che meglio possa fornire una valorizzazione relativa delle Banche, portando alla determinazione di valori confrontabili delle stesse, a prescindere dalla politica di distribuzione annunciata o storicamente perseguita.

Al fine di calcolare il flusso di cassa massimo distribuibile per l'applicazione del criterio, è stato definito il livello minimo di patrimonializzazione per garantire l'operatività delle Banche, espresso da un *Core Tier I ratio target* pari all'8,0%.

Ai fini del presente Parere si è utilizzato quale periodo esplicito l'arco temporale 2012-2016 (il "**Periodo Esplicito**") sulla base del Piano Creval Aggiornato 2012-2016 e del Piano Credito Artigiano Aggiornato 2012 - 2016.

Il valore economico delle società oggetto di valutazione con il DDM risulta quindi pari a:

$$W = DIV_a + VT_a$$

dove:

"W" rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;

"DIV_a" rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un determinato periodo esplicito nel rispetto del livello minimo di patrimonializzazione individuato;

"VT_a" rappresenta il valore attuale del *Terminal Value* pari al valore attuale di una rendita perpetua basata sulla stima dei flussi di cassa normalizzati distribuibili costantemente nel lungo periodo nel rispetto dei requisiti patrimoniali prefissati.

L'applicazione del DDM si articola nelle seguenti fasi:

- i. identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento;
- ii. stima del flusso distribuibile nel lungo periodo e determinazione del relativo tasso di crescita perpetuo;
- iii. determinazione del tasso di attualizzazione (*cost of equity*).

Il tasso di attualizzazione utilizzato rappresenta il rendimento dei mezzi propri atteso dagli azionisti in relazione al grado di rischio dell'investimento ed è stato calcolato sulla base del metodo *Capital Asset Pricing Model*, secondo la formula seguente:

$$\text{Cost of equity ("Kc")} = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$



dove:

- ♦ R_f indica il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, espresso per entrambe le Banche dalla media degli ultimi 6 mesi del tasso di rendimento effettivo lordo del BTp decennale pari al 6,07% alla data del 16 marzo 2012. Si è preferito utilizzare la media di un arco temporale in luogo del valore puntuale per tener conto dell'elevata volatilità di tale strumento registrata nel corso degli ultimi mesi;
- ♦ $R_m - R_f$ identifica il premio per il rischio richiesto dal mercato, quantificato, in linea con la prassi valutativa ed in ottica prudenziale pari al 5,0%;
- ♦ **Beta** è il fattore di interrelazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento; esso misura la volatilità del titolo rispetto al mercato. Al fine di attenuare l'incidenza di *performance* giornaliere anomale e di pervenire ad un valore verosimilmente più stabile e in virtù della comparabilità delle due Banche oggetto della Fusione, si è scelto di utilizzare sia per Creval sia per Credito Artigiano il valore medio del Beta *adjusted* calcolato su base settimanale e su un orizzonte temporale di 5 anni di un campione di banche italiane comparabili, così come fornito da Bloomberg, pari a 0,90.

Sulla base delle ipotesi descritte il tasso di attualizzazione sia per Creval sia per Credito Artigiano è stato quantificato in un valore pari al 10,58%.

Il *Terminal Value* rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa teoricamente distribuibili agli azionisti oltre il Periodo Esplicito ed è stato calcolato sulla base della seguente formula:

$$\text{Terminal Value} = \text{Flusso di cassa normalizzato} \times \frac{(1 + g)}{(K_e - g)}$$

dove:

- ♦ "**Flusso di cassa normalizzato**" è pari al flusso di cassa distribuibile dell'ultimo anno di periodo esplicito al netto dell'importo necessario alla copertura della crescita dei *Risk Weighted Assets*, ipotizzata pari al tasso g ;
- ♦ "**g**" indica il tasso di crescita nominale di lungo periodo, che è stato identificato nel 2,0%;
- ♦ "**Ke**" è il tasso di attualizzazione utilizzato per il capitale di rischio, pari al 10,58%.

Il *range* del valore economico di Creval e di Credito Artigiano è stato costruito prendendo quale valore minimo e valore massimo i valori risultanti da un'analisi di sensitività costruita sul Ke e sul *Core Tier I ratio target*.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo del DDM si ottiene un Rapporto di Cambio compreso tra 0,59 e 0,82 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

3.5. Metodo dei Multipli di Mercato

Il metodo dei Multipli di Mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società paragonabili a quelle oggetto di valutazione. Per l'applicazione del criterio si calcolano una serie di rapporti ("multipli") - riferiti al campione di aziende comparabili selezionate - fra il valore di Borsa ed alcuni parametri significativi selezionati. La media dei rapporti (o multipli) così ottenuti viene quindi applicata ai fondamentali delle aziende oggetto di valutazione.

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

- ♦ selezione del campione di riferimento e verifica della sua rappresentatività;
- ♦ determinazione dell'intervallo temporale di riferimento per le quotazioni di Borsa;
- ♦ identificazione dei rapporti fondamentali ritenuti significativi per il settore oggetto di analisi;
- ♦ determinazione dei multipli delle società incluse nel campione.

Una delle ipotesi fondamentali alla base di tale metodologia è l'affinità fra la banca oggetto di valutazione e le istituzioni finanziarie selezionate per il campione di confronto. La significatività dei risultati è infatti



strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione. Nel caso in esame, data la sostanziale omogeneità delle caratteristiche operative di Creval e Credito Artigiano si è ritenuto opportuno utilizzare un campione unico di società comparabili costituito da banche multi-regionali, anche a matrice popolare, caratterizzate da un elevato livello di radicamento nel territorio di riferimento come le società oggetto di valutazione.

Quale intervallo temporale di riferimento sono stati utilizzati i prezzi puntuali al 16 marzo 2012, ultimo giorno di Borsa aperta antecedente la data di annuncio dell'Operazione.

La scelta dei multipli avviene in base alle caratteristiche del settore nel quale l'azienda da valutare opera. Per quanto concerne l'identificazione del valore economico di Creval e Credito Artigiano sono stati utilizzati il rapporto Prezzo/Utile Netto *Capital Adjusted* ("**P/E Capital Adjusted**") ed il rapporto Prezzo/Patrimonio Netto *Tangible Adjusted* ("**P/BVT Capital Adjusted**"). Nel caso in esame, infatti, dato il diverso livello di patrimonializzazione della Banche tra loro e rispetto ai *comparables* selezionati - espresso dal *Core Tier 1 Ratio* - è stato ritenuto opportuno procedere al calcolo di multipli *adjusted* 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 *Core Tier 1 Ratio* ottimale;
- ♦ 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/BVT Capital Adjusted*);
- ♦ calcolato il multiplo *P/E Capital Adjusted* ed il multiplo *P/BVT Capital Adjusted* sulla base del nuovo utile netto rettificato, del nuovo patrimonio netto *tangible* rettificato e del nuovo numero di azioni.

Il livello di *Core Tier 1 Ratio target* per Creval, Credito Artigiano e per i *comparables* selezionati ai fini della rettifica, coerentemente con il DDM, è pari all'8,0%. L'eccesso/deficit di capitale stimato per le Banche sulla base dei dati pubblici più recenti disponibili *proformati* per le principali operazioni annunciate sul capitale rispetto al *Core Tier 1 ratio* dell'8,0%, è stato considerato come capitale accessorio e sommato/sottratto *tout court* al valore delle Banche risultante dall'applicazione della media dei multipli *P/E Capital Adjusted* e *P/BVT Capital Adjusted*, rispettivamente, all'utile netto rettificato e al patrimonio netto *tangible* rettificato di Creval e di Credito Artigiano.

Per le Banche sono state utilizzate le proiezioni di utile netto atteso nel 2012, 2013 e 2014 risultanti dal Piano Creval Aggiornato 2012 - 2016 e dal Piano Credito Artigiano Aggiornato 2012 - 2016, mentre per le banche che compongono il campione di riferimento sono state utilizzate le stime di utile netto fornite da Thomson Financial Datastream.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo del Metodo dei Multipli di Mercato si ottiene un Rapporto di Cambio compreso tra 0,53 e 0,71 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

3.6. Metodo della Retta di Regressione

Il metodo della Retta di Regressione stima il valore del capitale economico di una banca sulla base della correlazione esistente fra la redditività prospettica del capitale proprio ed il relativo premio/sconto espresso dai prezzi di Borsa rispetto al patrimonio netto tangibile - ovvero il patrimonio netto contabile al netto degli attivi immateriali - per un campione di banche comparabili. Tale correlazione viene approssimata tramite una regressione statistica dei dati relativi al rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e il patrimonio netto tangibile (espresso dal *P/BVT*) e della redditività attesa dai mezzi propri (espressa dal *RoATE*) per il campione di banche comparabili. Dall'analisi di tali valori è possibile desumere il multiplo *P/BVT* giustificato dalla redditività prospettica della banca oggetto di valutazione.

Al fine di mantenere una coerenza con il metodo dei Multipli di Mercato è stato utilizzato il medesimo campione e lo stesso orizzonte temporale. Le grandezze di riferimento per il campione in termini di redditività e patrimonio netto tangibile sono state calcolate con le stesse modalità applicate nel criterio precedente. 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 così come forniti da Thomson Financial Datastream. Gli anni prospettici considerati inclusi nell'analisi sono stati gli esercizi 2012, 2013 e 2014 in virtù dell'elevata correlazione tra i multipli P/BVT del campione di riferimento e la redditività dello stesso.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo della Retta di Regressione si ottiene un Rapporto di Cambio compreso tra 0,42 e 0,59 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

3.7. Metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa

Nel caso di società quotate in Borsa la prassi suggerisce di considerare i prezzi di mercato quali informazioni rilevanti per la stima del valore economico delle società, utilizzando le capitalizzazioni di Borsa calcolate sulla base di quotazioni registrate in intervalli di tempo giudicati significativi. La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di esprimere in termini relativi il rapporto esistente tra i valori delle società in oggetto così come percepiti dal mercato.

Nel caso specifico, si è ritenuto opportuno applicare tale metodologia adottando i seguenti criteri: (i) utilizzo di medie aritmetiche dei prezzi ufficiali ponderate per i rispettivi volumi di Creval e Credito Artigiano; (ii) utilizzo di periodi di riferimento di 1 giorno, 1 mese, 3 mesi e 6 mesi antecedenti il 19 marzo 2012, data di annuncio dell'Operazione.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa si ottiene un Rapporto di Cambio compreso tra 0,43 e 0,47 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

3.8. Metodo delle Transazioni Comparabili

Come in precedenza anticipato, si è scelto di utilizzare il metodo delle Transazioni Comparabili per la determinazione del capitale economico di Credito Artigiano, mentre per la valorizzazione di Creval si è fatto riferimento alle medie delle quotazioni di mercato negli orizzonti temporali selezionati essendo Creval la società incorporante nell'ambito dell'Operazione; una valorizzazione di Creval formulata sulla base di multipli pagati in occasione di operazioni di acquisizione risulterebbe infatti scarsamente significativa.

L'applicazione del criterio è stata effettuata 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. Si è 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 di Credito Artigiano è stato individuato un campione di operazioni comparabili relativi ad acquisizioni di pacchetti di minoranza di banche da parte della società controllante.

È stato selezionato il multiplo P/BVT e sulla base delle considerazioni effettuate sul campione si è 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 di Credito Artigiano al 31 dicembre 2011.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, Creval è stata valorizzata sulla base del valore minimo e del valore massimo tra le medie delle quotazioni ufficiali di Borsa del titolo calcolate su 1 giorno, 1 mese, 3 e 6 mesi antecedenti il 19 marzo 2012, coerentemente con il metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo delle Transazioni Comparabili si ottiene un Rapporto di Cambio compreso tra 0,69 e 0,76 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.



3.9. Metodo dell'Analisi di Contribuzione

Il metodo in questione individua il peso relativo delle aziende partecipanti ad una fusione rispetto al complesso risultante dalla medesima. L'analisi di contribuzione, dunque, non indica valori assoluti, ma 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 è stata calcolata la contribuzione delle Banche in relazione ad alcune voci di conto economico, stato patrimoniale e stime di utile netto prospettico relative all'orizzonte 2012 - 2016 come risultanti da Piano Creval Aggiornato 2012 - 2016 e da Piano Credito Artigiano Aggiornato 2012 - 2016.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dell'Analisi di Contribuzione si ottiene un Rapporto di Cambio compreso tra 0,43 e 0,66 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

4. Conclusioni

Sulla base delle considerazioni esposte nel Parere, e tenuto conto della necessaria sintesi unitaria del complesso delle elaborazioni condotte, attuata anche sulla base della nostra esperienza professionale nonché delle assunzioni relative agli aumenti di capitale relativi al POC e ai Warrant 2014, e tenuto altresì conto che il metodo dell'Andamento dei Prezzi di Borsa sconta una limitata liquidità del titolo Credito Artigiano, si ritiene che il Rapporto di Cambio proposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano, ovvero n. 0,70 azioni ordinarie Creval per ciascuna azione ordinaria Credito Artigiano sia congruo, dal punto di vista finanziario.

Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.