



**KPMG S.p.A.**  
**Revisione e organizzazione contabile**  
Via Vittor Pisani, 25  
20124 MILANO MI

Telefono +39 02 6763.1  
Telefax +39 02 67632445  
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it  
PEC kpmgsa@pec.kpmg.it

## **Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni per aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi degli artt. 158 e 165 del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 e dell'art. 2441 del Codice Civile**

Agli Azionisti di  
Credito Valtellinese S.C.

### **1 Motivo ed oggetto dell'incarico**

Ai sensi degli artt. 158 e 165 del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito "**TUIF**"), abbiamo ricevuto da Credito Valtellinese S.C. (di seguito anche "**Creval**", o la "**Banca**") la relazione predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Creval (di seguito anche gli "**Amministratori**") del 9 ottobre 2012 che illustra e giustifica ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, la proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, del Codice Civile, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione della Banca per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione di Creval (di seguito anche la "**Relazione degli Amministratori**" o la "**Relazione**"). La Banca ha inoltre messo anticipatamente a nostra disposizione la versione in bozza di tale relazione approvata in data 9 ottobre 2012 dal Consiglio di Amministrazione, nonché la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto un'operazione di aumento del capitale sociale della Banca da perfezionarsi ai sensi dell'art. 2441, comma 4, del Codice Civile, per un ammontare massimo di €22.394.065,32, da attuarsi mediante emissione, entro il termine ultimo del 30 giugno 2013, di un numero massimo di azioni ordinarie Creval pari a 16.965.201 (di seguito, l'**“aumento di capitale”**). Tali azioni di nuova emissione verranno liberate mediante esclusione del diritto di opzione ai sensi degli artt. 2441 e 2343 del Codice Civile e senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, a servizio dell'offerta pubblica di acquisto e scambio avente ad oggetto azioni ordinarie del Credito Siciliano S.p.A. (di seguito anche "**CS**" o anche, congiuntamente a Creval, le "**Realtà**") in base al rapporto di scambio di n. 8,50 azioni ordinarie del Creval per ciascuna azione ordinaria del CS (di seguito anche "**Rapporto di Scambio**") oltre alla parte di corrispettivo in denaro fissata nell'ambito dell'OPASc e pari a €4,00 (di seguito anche "**Corrispettivo in Denaro**").

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di Creval ha provveduto ad individuare il numero massimo di azioni Creval da emettersi al servizio dell'OPASc sulla base del Rapporto di Scambio individuato, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro, con il supporto dell'advisor indipendente Equita SIM S.p.A. (di seguito il "**Consulente**").

Considerate le caratteristiche dell'operazione, in qualità di Società di revisione contabile, nell'ottica di tutela dei soci Creval esclusi dal diritto di opzione, l'oggetto del presente parere di congruità ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile sarà costituito dalla descrizione delle: (i) metodologie, nonché delle loro concrete modalità di applicazione, descritte al paragrafo 5 della presente relazione ed utilizzate ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio nell'ambito dell'OPASc; (ii) modalità con le quali, sulla base del Rapporto di Scambio fissato, il Consiglio di Amministrazione è giunto alla determinazione del numero massimo di azioni Creval da emettere al servizio dell'offerta, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro.

## **2 Descrizione dell'operazione**

### ***Caratteristiche generali e motivazioni dell'operazione***

Il Consiglio di Amministrazione di Creval in data 19 marzo 2012 ha approvato un progetto di rafforzamento patrimoniale, da realizzarsi anche attraverso operazioni di riconfigurazione della struttura societaria e di ottimizzazione degli assetti proprietari delle società del Gruppo (il "**Progetto di Rafforzamento Patrimoniale**").

Il Progetto di Rafforzamento Patrimoniale si inserisce nell'ambito del piano strategico per gli anni 2011-2014 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Creval lo scorso 22 febbraio 2011 (il "**Piano Strategico 2011-2014**" o "**Piano**").

Il Piano Strategico 2011-2014 è stato oggetto di aggiornamento, in concomitanza con l'approvazione del Progetto di Rafforzamento Patrimoniale, sempre in data 19 marzo 2012.

In sintesi, il Progetto di Rafforzamento Patrimoniale si articola sostanzialmente nelle seguenti operazioni:

- (A) riscatto anticipato del prestito obbligazionario convertibile "*Credito Valtellinese 2009/2013 a tasso fisso convertibile con facoltà di rimborso in azioni*" (il "**Riscatto del POC**");
- (B) fusione per incorporazione della società controllata quotata Credito Artigiano S.p.A. (il "**Credito Artigiano**") nella Capogruppo Creval (la "**Fusione**");
- (C) promozione di un'offerta pubblica di acquisto e di scambio volontaria (l'"**OPASc**" o "**Offerta**") avente ad oggetto tutte le azioni ordinarie della società controllata Credito Siciliano S.p.A. non già detenute da Creval alla data di promozione dell'offerta medesima.

Quanto all'operazione di cui al punto (A), il Riscatto del POC si è perfezionato in data 7 maggio 2012 ed ha comportato l'emissione di n. 105.993.720 azioni ordinarie Creval, corrispondenti ad un aumento del capitale sociale di €370.978.020, con effetto positivo sul patrimonio di base pari a circa €106 milioni e di circa 50 *basis point* in termini di *Core tier 1*.

Per quanto riguarda la Fusione *sub* (B), in data 19 marzo 2012 i Consigli di Amministrazione del Creval e del Credito Artigiano hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Credito Artigiano in Creval, determinando il relativo rapporto di cambio in n. 0,70 azioni ordinarie Creval di nuova emissione per ogni azione ordinaria Credito Artigiano.

L'Assemblea Straordinaria dei soci di Creval del 16 giugno 2012 e quella del Credito Artigiano in data 15 giugno 2012 hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Credito Artigiano in Creval, sulla base del rapporto di cambio sopraindicato.

In data 29 agosto 2012 è stato stipulato l'atto di fusione per incorporazione di Credito Artigiano in Credito Valtellinese e, a seguito della sua iscrizione presso il Registro delle Imprese di Sondrio, la fusione ha acquisito efficacia in data 10 settembre 2012. Gli effetti contabili e fiscali della Fusione decorrono dall'1 gennaio 2012.

Con riferimento alla prospettata promozione dell'OPASc di cui al precedente punto (C), in data 16 giugno 2012 l'Assemblea Straordinaria dei soci di Creval ha approvato l'attribuzione al Consiglio di Amministrazione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2443 cod. civ., della facoltà di deliberare, anche in più *tranche* e comunque entro il 30 giugno 2013, un aumento di capitale sociale scindibile a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., dell'ammontare massimo di nominali €70.000.000 – oltre a sovrapprezzo ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ., tenuto anche conto del Rapporto di Scambio tra le azioni ordinarie Credito Siciliano S.p.A. e le azioni ordinarie Creval di nuova emissione – mediante emissione di un numero massimo di azioni pari a 20.000.000, il cui valore di emissione potrà anche essere inferiore alla parità contabile esistente alla data della relativa emissione.

La delega proposta prevede l'esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, cod. civ., in quanto le azioni Creval di nuova emissione da offrire in scambio sono destinate ad essere sottoscritte e liberate in natura dagli aderenti all'OPASc mediante conferimento a favore di Creval delle azioni del Credito Siciliano S.p.A. oggetto dell'offerta.

### **3 Natura e portata della presente relazione**

La presente relazione, emessa ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile e degli artt. 158 e 165 del TUIF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del numero massimo di azioni Creval da emettersi al servizio dell'OPASc sulla base del Rapporto di Scambio individuato, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro.

La determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni Creval effettuata dagli Amministratori è espressa, considerate le caratteristiche dell'operazione, dall'individuazione del Rapporto di Scambio tra le azioni di Creval e CS, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro. Di conseguenza il nostro Parere sulla congruità del Prezzo di emissione delle nuove azioni nella fattispecie viene espresso sul suddetto Rapporto di Scambio fissato dagli Amministratori che individua il rapporto tra il valore economico per azione di Creval e il valore economico per azione di CS, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro.

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Scambio individuato, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori e dal Consulente per la determinazione del rapporto sopra indicato e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza

nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori con il supporto del Consulente, non abbiamo effettuato una valutazione autonoma delle banche interessate dall'operazione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori.

#### **4 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- Relazione predisposta dagli Amministratori redatta ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile che illustra e giustifica, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, del Codice Civile, la proposta relativa all'aumento del capitale sociale della Banca con esclusione del diritto d'opzione dei soci ai sensi dell'art. 2441, comma 4, del Codice Civile, nonché i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del numero delle azioni di nuova emissione approvata il 9 ottobre 2012;
- verbale dell'Assemblea degli Azionisti riunita in data 16 giugno 2012 che ha conferito al Consiglio di effettuare un aumento del capitale sociale scindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione;
- bozza del verbale dell'adunanza della prima parte del Consiglio di Amministrazione del 9 ottobre 2012 che delibererà la definizione del criterio di determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni;
- "OPASc Credito Siciliano - Documento di supporto al CdA", rilasciato dal Consulente in data 9 ottobre 2012;
- *fairness opinion* datata 9 ottobre 2012 rilasciata dal Consulente sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni rivenienti dall'aumento di capitale di Creval, che include le proiezioni economico-finanziarie 2012-2016 delle Realtà;
- documentazione di lavoro predisposta dal Consulente per la stima del valore delle Realtà, in cui sono riportati analiticamente le metodologie di valutazione adottate e i valori risultanti dalla applicazione di tali metodologie;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale, finanziario, statistico, strategico, ritenute rilevanti ai fini delle analisi, forniti, in forma scritta e verbale, dalla Direzione delle Realtà;
- istanza presentata in Banca d'Italia da parte di Creval e successiva autorizzazione di Banca d'Italia datata 8 maggio 2012 avente ad oggetto che, le modifiche dell'art. 7 dello Statuto Creval, relative alla delega dell'aumento di capitale e all'aumento di capitale a Servizio dell'Offerta, non fossero in contrasto con il principio di sana e prudente gestione ai sensi degli artt. 56 e 61 del TUB;

- andamento dei prezzi di mercato delle azioni di Creval registrati nei sei mesi precedenti la data della nostra relazione e altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- statuto vigente di Creval;
- la seguente documentazione che è stata, tra l'altro, utilizzata dal Consulente per la determinazione del Rapporto di Scambio, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
  - a) relazione finanziaria semestrale del Gruppo Creval al 30 giugno 2012, approvata dal Consiglio di Amministrazione di Creval in data 9 agosto 2012;
  - b) dati economico-patrimoniali pro-forma del Gruppo al 30 giugno 2012 che tengono conto degli effetti della Fusione del Credito Artigiano, divenuta efficace in data 10 settembre 2012 (approvati in data 9 ottobre dal Consiglio di Amministrazione di Creval);
  - c) dati economico-patrimoniali di CS al 30 giugno 2012, approvati in data 2 agosto 2012;
  - d) dati economici e patrimoniali prospettici pro-forma del Gruppo per gli anni 2012 – 2016 che tengono conto degli effetti della Fusione del Credito Artigiano (approvati in data 9 ottobre 2012 dal Consiglio di Amministrazione di Creval) ma non degli effetti dell'OPASc;
  - e) dati economici e patrimoniali prospettici di CS per gli anni 2012 – 2016 (che verranno approvati il 29 ottobre 2012);
  - f) regolamento dei warrant “Warrant azioni ordinarie Creval 2014” (“**Warrant**”).

Inoltre sono stati utilizzati dati e informazioni pubblicamente disponibili ed, in particolare, dati e informazioni raccolti attraverso Borsa Italiana, Mergermarket e *Information Data Provider*.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentate legale della Banca in data 19 ottobre 2012, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

## **5 Metodo di valutazione adottato dal Consiglio di Amministrazione**

### ***Premessa***

Il Credito Siciliano S.p.A. appartiene al Gruppo bancario Credito Valtellinese ed è emittente di strumenti finanziari diffusi in misura rilevante ai sensi dell'art. 116 del TUIF, come risulta dall'elenco diffuso dalla Consob con Delibera n. 18134 del 15 febbraio 2012.

Il capitale sociale del Credito Siciliano S.p.A. è attualmente pari a €124.573.241 suddiviso in n. 9.582.557 azioni ordinarie da nominali €13 cadauna.

Creval detiene direttamente n. 7.586.651 azioni ordinarie del Credito Siciliano S.p.A., pari al 79,17% del capitale sociale.



Le restanti azioni ordinarie CS di titolarità di terzi sono dunque pari a n. 1.995.906, corrispondenti al 20,83% del capitale sociale.

Il Consiglio di Amministrazione di Creval in data 9 ottobre 2012 ha deciso di promuovere, ai sensi dell'art. 102 del TUIF, un'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria avente ad oggetto le n. 1.995.906 azioni ordinarie del Credito Siciliano S.p.A. detenute da terzi diversi da Creval (di seguito, le "**Azioni CS**").

Il corrispettivo unitario complessivo proposto agli aderenti all'OPASc a fronte del conferimento da parte di questi ultimi di n. 1 azione CS, è stato determinato in:

- A) una componente costituita da n. **8,50 azioni ordinarie Creval** di nuova emissione, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, quotate sul Mercato Telematico Azionario (la "**Parte di Corrispettivo in Azioni**"); e
- B) una componente da versarsi in denaro, pari ad **€4,00 (il Corrispettivo in Denaro)**.

In conseguenza della decisione di promuovere l'OPASc, tenuto conto dell'art. 37-bis, primo comma, Regolamento Emittenti, è stato pertanto convocato il Consiglio di Amministrazione di Creval per il giorno 6 novembre 2012 al fine di deliberare ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile – nell'esercizio della delega allo stesso attribuita dall'Assemblea Straordinaria del 16 giugno 2012 – un aumento del capitale sociale scindibile e a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, del Codice Civile, per un ammontare massimo di €22.394.065,32 da attuarsi mediante emissione, entro il termine ultimo del 30 giugno 2013, di un numero massimo di azioni ordinarie Creval pari a 16.965.201, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, da liberarsi mediante conferimento in natura delle Azioni CS portate in adesione all'OPASc (l'**"aumento di capitale al Servizio dell'OPASc"**).

La determinazione del numero di azioni da emettere è stata approvata dal Consiglio di Amministrazione della Banca con l'obiettivo di esprimere, compatibilmente con gli elementi distintivi della Realtà oggetto di analisi, una stima comparativa dei valori delle entità coinvolte privilegiando l'omogeneità e la comparabilità dei criteri adottati.

A tal fine il Consiglio di Amministrazione ha valutato e fatto proprie le metodologie applicate dal Consulente stesso nonché le relative risultanze.

Ai fini dell'aumento di capitale al Servizio dell'OPASc, il Consiglio di Amministrazione del Creval, con delibera in data 9 agosto 2012, ha deciso, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, del Codice Civile, di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater del Codice Civile per la stima delle Azioni CS oggetto di conferimento.

Tale disciplina, in particolare, consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti ad opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione effettuata da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla

società medesima, nonché dotato di adeguata e comprovata professionalità (art. 2343-ter, comma 2, lett. b), del Codice Civile).

A tal fine, il Consiglio di Amministrazione di Creval ha nominato, in data 9 agosto 2012, la società Ernst & Young Financial Business Advisors S.p.A. quale esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter comma 2, lett. b), del Codice Civile (l'“**Esperto Indipendente**”).

La relazione dell'Esperto Indipendente sarà resa pubblica con le modalità e nei termini di legge.

Di seguito si illustrano le valorizzazioni ed i metodi adottati dal Consulente e fatti propri dagli Amministratori per la stima del valore delle Realtà.

### **5.1 Metodologie adottate dal Consulente e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione**

Il Consulente, al fine di stabilire la congruità del rapporto di cambio applicato per definire il numero azioni Creval da emettere a favore degli azionisti del Credito Siciliano S.p.A., ha svolto le seguenti attività:

- stima del valore di Creval e CS attraverso l'applicazione, quale metodologia principale, del Modello del *Dividend Discount Model* (DDM), nella versione *Excess Capital*;
- stima del valore di Creval e CS attraverso l'applicazione, quale metodologia di controllo, del Modello di Gordon;
- stima del valore di Creval e CS attraverso l'applicazione, quale metodologia di controllo, del Metodo dei Multipli di Borsa.

Il Consulente ha ritenuto che la metodologia del DDM consentisse meglio di identificare un valore economico del Gruppo Creval e di CS in quanto si basa sui dati attuali e sulle stime economiche e patrimoniali future, e quindi anche sulle potenzialità delle stesse.

Nel caso di specie, il Consulente, pur avendo ritenuto applicabile il Metodo dei Multipli di Borsa quale metodologia di controllo per la valutazione delle società coinvolte, ritiene che i risultati ottenuti siano meno significativi rispetto a quelli risultanti dall'applicazione della metodologia di controllo del Modello di Gordon, stante l'attuale andamento borsistico altamente volatile delle società comparabili.

Il Consulente ha inoltre valutato la possibilità di fare ricorso al Metodo delle Quotazioni di Borsa, comunemente utilizzato per la valutazione di società le cui azioni siano quotate in mercati mobiliari regolamentati. Nel caso di specie, tale metodologia avrebbe potuto trovare applicazione solo con riferimento al Gruppo Creval, dal momento che le azioni CS non sono quotate su alcun mercato. Alla luce delle sopra richiamate finalità della stima qui effettuata, volta a definire un rapporto tra le società le cui azioni sono oggetto di scambio valutate in termini relativi sulla base di metodologie omogenee e di approcci valutativi comparabili, il Consulente ha ritenuto di non poter applicare tale metodologia.

Il Consulente ha ritenuto altresì non utilizzabile il Metodo delle Transazioni Comparabili, che giunge a determinare il valore dell'azienda sulla base di prezzi effettivamente negoziati nell'ambito di transazioni comparabili; tale scelta da parte del Consulente è ricollegabile alle

vicende che hanno recentemente interessato il sistema bancario e ai noti eventi macroeconomici che hanno comportato un'estrema volatilità dei prezzi delle operazioni di Fusione e Acquisizione.

Infine, con riferimento al Metodo dell'Analisi di Regressione, il Consulente ha ritenuto di non utilizzare tale criterio stante gli esiti non significativi a cui è pervenuto.

Applicazione del Dividend Discount Model

Il metodo del *Dividend Discount Model* determina il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie, il metodo utilizzato dal Consulente è il DDM nella variante *Excess Capital*, in base alla quale il valore economico di una società è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo, coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività;
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (rapporto dividendo/utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value*.

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM, nella variante *Excess Capital*, è la seguente:

$$W = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+Ke)^t} + \frac{TV}{(1+Ke)^n} \right]$$

W = Valore Economico della società;

TV = Terminal Value, pari al valore della società nell'anno successivo all'ultimo anno di previsione analitica dei flussi di dividendo;

D<sub>t</sub> = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t del periodo di previsione analitica;

n = periodo esplicito di pianificazione (numero di anni);

K<sub>e</sub> = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale (*cost of equity*) della società;

g = tasso di crescita di lungo termine.

Ai fini dell'analisi in esame, il Consulente ha ipotizzato quale intervallo temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo il periodo 2012 – 2016.



La stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo 2012 – 2016 è stata effettuata nell'ipotesi che le Realtà mantengano un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportarne lo sviluppo futuro e coerente con gli obiettivi di medio termine contenuti nei rispettivi Piani economico-patrimoniali, identificato dal Consulente in un rapporto patrimonio di base su attività ponderate pari al 8,0% (*Tier 1 ratio*).

Il  $K_e$  è stato stimato pari al 10,83% mediante l'applicazione, coerentemente con la prassi valutativa, del *Capital Asset Pricing Model* ("**CAPM**"), in base al quale il costo del capitale è determinato come segue:

$$K_e = (r_f + \beta \times M_r)$$

Dove:

- $r_f$  = tasso di rendimento di un investimento privo di rischio (*risk free*). Tenuto conto dell'intervallo temporale di riferimento, il Consulente ha assunto quale tasso privo di rischio il rendimento lordo annuo del BTP Italia decennale (media 3 mesi, rilevato in data 5 ottobre 2012 e pari a 5,59%);
- $\beta$  = coefficiente di *correlazione* tra il rendimento effettivo del titolo della società oggetto di analisi e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato) e pari nella fattispecie a 1,16 (valore mediano al 5 ottobre 2012 degli ultimi 2 anni con cadenza settimanale di un campione di banche comparabili);
- $M_r$  = premio, ovvero differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un *investimento* privo di rischio. Tale premio al rischio è stato stimato dal Consulente pari al 4,5%.

I flussi di dividendo analiticamente determinati nell'intervallo temporale 2012 – 2016 sono stati attualizzati utilizzando come tasso di sconto il costo del capitale ( $K_e$ ) delle Realtà così determinato.

Il Terminal Value è stato calcolato applicando al flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica la formula della rendita perpetua crescente sulla base di un fattore di crescita di lungo termine ( $g$ ) pari al 2,0%.

Il Rapporto di Scambio determinato applicando il DDM è stato sottoposto ad analisi di sensitività al fine di valutare l'impatto sullo stesso, tra l'altro, di variazioni nelle ipotesi relative al *cost of equity* e al Tier 1 ratio.

L'applicazione del DDM ha portato ad identificare un intervallo di rapporti di scambio pari a 5,59 – 9,62 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Siciliano.

#### Applicazione del Modello di Gordon

Il Modello di Gordon stabilisce che il valore economico di una società sia determinato sulla base della relazione tra la redditività futura sostenibile nel lungo termine " $R$ ", il tasso di crescita " $g$ " atteso a lungo termine ed il tasso di rendimento di mercato espressivo del costo del capitale proprio ( $K_e$ ), applicando tale relazione al patrimonio netto della società.

Nello specifico, il valore economico di Creval e Credito Siciliano S.p.A. è stato ottenuto come segue:

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

Dove:

- W = Valore Economico della società;
- R = redditività futura sostenibile nel lungo periodo, stimata come ritorno sul patrimonio netto tangibile, ossia al netto dell'avviamento (*RoTE*);
- g = tasso di crescita atteso a lungo termine;
- Ke = tasso di sconto, pari al costo del capitale;
- TBV = Patrimonio netto contabile, al netto degli avviamenti.

L'applicazione del Modello di Gordon ha portato ad identificare un intervallo di rapporti di scambio pari a 7,08 – 9,64 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Siciliano

#### Applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa

Il Metodo dei Multipli di Borsa permette di stimare il valore di una società sulla base dell'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quella oggetto di valutazione.

Tale metodo si basa sull'assunto generale che, in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società rifletta le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili futuri ed il grado di rischio ad esso associato.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Borsa è articolato nelle seguenti fasi:

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

Ai fini della presente analisi, il Consulente ha selezionato un campione di banche italiane di media dimensione i cui prezzi presentano caratteristiche di significatività considerate elevate. Ai fini del calcolo del valore delle società incluse nel campione sono stati utilizzati i dati disponibili in data 5 ottobre 2012.

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

- Rapporto Prezzo/Utili ("P/E");
- Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV");
- Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV").

Con riferimento ai dati di utile e di patrimonio per il 2012, 2013 e 2014 utilizzati nella presente analisi in relazione alle società incluse nel campione, il Consulente ha utilizzato le stime fornite da *FactSet* espressive del consenso presso gli analisti finanziari ("*Consensus*").

In relazione al Gruppo Creval e a CS il Consulente ha, invece, utilizzato i dati economici e patrimoniali prospettici per gli anni 2012, 2013 e 2014.

L'applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato ha portato ad identificare un intervallo di rapporti di scambio pari a 3,53 – 7,42 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria Credito Siciliano.

## **6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori**

Le valutazioni alle quali il Consiglio di Amministrazione di Creval è pervenuto, anche con l'assistenza ed il supporto del Consulente, devono essere considerate alla luce di taluni limiti e difficoltà di valutazione come di seguito evidenziati:

- i dati previsionali, le stime e le proiezioni di carattere finanziario utilizzati ai fini della determinazione dei valori economici del Gruppo Creval e di CS sono stati elaborati secondo criteri di ragionevolezza. Tali dati presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni;
- il mercato finanziario è generalmente caratterizzato da una strutturale volatilità, che negli ultimi esercizi risulta essere particolarmente significativa;
- l'analisi è stata condotta considerando il Gruppo Creval e CS 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 del campione selezionato e stime di *Consensus* per la determinazione dei dati operativi del campione selezionato;

- l'analisi ha tenuto in considerazione del Corrispettivo in Denaro che si intende riconoscere agli azionisti CS;
- a seguito della proposta di eliminazione del valore nominale delle azioni Creval, sono stati considerati gli effetti economici e patrimoniali dell'esercizio da parte dei portatori dei Warrant del diritto di sottoscrizione di nuove azioni Creval, per una quota pari al 75% dei Warrant attualmente in circolazione, ipotizzato nel 2014.

## 7 Risultati emersi dalle valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione, fatti propri i criteri di valutazione del Consulente, è pervenuto a identificare i seguenti valori economici riferiti all'azione Creval, all'azione CS e al relativo Rapporto di Scambio, in relazione a ciascuno dei metodi adottati:

METODOLOGIE	AZIONE CREVAL	AZIONE CS	RAPPORTO DI SCAMBIO (azioni Creval per 1 azione CS)
Metodologia principale: <i>Dividend Discount Model</i>	€3,70 – €4,91	€27,46 – €35,60	5,59 – 9,62
Metodologia di controllo: Modello di Gordon	€4,26 – €4,91	€34,73 – €41,07	7,08 – 9,64
Metodologia di controllo: Multipli di Borsa	€1,66 – €2,51	€8,84 – €12,31	3,53 – 7,42

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno riconoscere agli azionisti del Credito Siciliano S.p.A. che aderiranno all'OPASc una parte di Corrispettivo in Denaro per azione, che è stata individuata in €4,00 per ciascuna azione ordinaria CS apportata all'Offerta, al fine di dare ancora maggiore interesse all'Offerta medesima e migliorare le possibilità di successo dell'operazione, senza peraltro che ciò comporti un esborso significativo in termini di cassa in capo al Creval né impatti rilevanti sull'utile e sul patrimonio di Gruppo.

Alla luce di quanto sopra, il valore economico riferito all'azione ordinaria del Credito Siciliano S.p.A., riveniente dall'applicazione di ciascuna delle metodologie prescelte, è stato ricalcolato per tener conto del Corrispettivo in Denaro per azione e pertanto i rapporti di scambio tra le azioni ordinarie Creval e le azioni ordinarie CS risultano essere i seguenti:

<b>METODOLOGIE</b>	<b>AZIONE CREVAL</b>	<b>AZIONE CS (rettificato per la parte di Corrispettivo in Denaro)</b>	<b>RAPPORTO DI SCAMBIO (azioni Creval per 1 azione CS)</b>
Metodologia principale <i>Dividend Discount Model</i>	€3,70 – €4,91	€23,46 – €31,60	4,78 – 8,54
Metodologia di controllo Modello di Gordon	€4,26 – €4,91	€30,73 – €37,07	6,26 – 8,70
Metodologia di controllo Multipli di Borsa	€1,66 – €2,51	€4,84 – €8,31	1,93 – 5,01

Nell'ambito dei *range* sopra individuati con la metodologia principale del DDM e confermati dalla metodologia di controllo del Modello di Gordon, il Consiglio di Amministrazione di Creval ha infine definito quale Rapporto di Scambio n. 8,50 azioni ordinarie Creval per ogni azione ordinaria CS, oltre al Corrispettivo in Denaro che Creval intende riconoscere agli azionisti CS per ogni azione ordinaria CS apportata all'OPASc.

La scelta del Consiglio di Amministrazione di collocarsi, ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio puntuale, nella parte alta dell'intervallo di valori ottenuto con la metodologia principale DDM (4,78 – 8,54) e confermato dalla metodologia di controllo del Modello di Gordon (6,26 – 8,70), trova le sue motivazioni nella volontà di Creval di perseguire un ampio successo dell'operazione, in virtù delle considerazioni di carattere strategico anche sotto il profilo del rafforzamento patrimoniale del Gruppo con un beneficio diretto in capo agli attuali azionisti Creval, assicurando al contempo la piena conservazione del valore economico dell'investimento degli azionisti CS aderenti all'OPASc.

Si segnala infine che qualora, per effetto del suddetto Rapporto di Scambio spettasse agli azionisti aderenti all'Offerta un numero non intero di azioni Creval, si provvederà ad aggregare le parti frazionarie di azioni Creval che, all'esito di tale aggregazione, verranno cedute sul mercato ed il cui importo di cessione verrà accreditato agli stessi azionisti per il tramite degli intermediari depositari.

Da quanto sopra riportato emerge che le valorizzazioni delle Realtà sulla base dei criteri riportati conducono ad un numero di azioni da emettere compreso negli intervalli stimati dagli Amministratori con il supporto del Consulente .

Al termine del processo valutativo sopra descritto, il Consiglio di Amministrazione ha determinato il seguente aumento di capitale:

- €22.394.065,32, con emissione di n. 16.965.201 nuove azioni, entro il termine del 30 giugno 2013, senza indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni di Credito Siciliano S.p.A. portate in adesione all'aumento di capitale e, quindi, con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli artt. 2441 e 2343 del Codice Civile.



Come anticipato in precedenza, il Consiglio di Amministrazione di Creval ha determinato il numero massimo di azioni da emettere nell'ambito dell'aumento di capitale al Servizio dell'OPASc sulla base del Rapporto di Scambio sopra individuato, attraverso la valutazione delle due società sulla base degli approcci valutativi omogenei descritti in precedenza, tenendo altresì conto del Corrispettivo in Denaro.

La determinazione del prezzo di emissione delle azioni nell'ambito dell'aumento di capitale al Servizio dell'OPASc assume, nel caso specifico, esclusiva rilevanza sotto un profilo contabile, vale a dire nella misurazione dell'incremento di patrimonio netto di Creval conseguente all'esecuzione e ai risultati dell'OPASc.

Il Consiglio di Amministrazione del Creval intende dunque effettuare tale determinazione nel rispetto dei principi contabili internazionali applicabili, secondo cui la rilevazione nel bilancio del Creval delle partecipazioni del Credito Siciliano S.p.A. che saranno apportate all'OPASc avverrà al costo, rappresentato nel caso di specie dal Corrispettivo in Denaro e dal *fair value* delle azioni Creval emesse in scambio e da costi direttamente attribuibili all'incremento della partecipazione in CS.

In tale ambito, ai fini della determinazione del *fair value* delle azioni Creval il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di riferirsi all'andamento del prezzo delle azioni Creval sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana; in particolare, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di utilizzare la media aritmetica di 1 mese – pari a €1,32 – quale prezzo di emissione delle azioni ordinarie Creval.

## **8 Lavoro svolto**

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, tenuto conto della sua natura e sulla base della "Documentazione utilizzata" indicata nel paragrafo 4, abbiamo effettuato le seguenti analisi e verifiche:

- esame della Relazione degli Amministratori, nonché dei criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del numero delle azioni di nuova emissione;
- esame del documento "OPASc Credito Siciliano – Documento di supporto al CdA", rilasciato dal Consulente in data 9 ottobre 2012;
- esame *fairness opinion* datata 9 ottobre 2012 rilasciata dal Consulente sulla congruità delle stime ottenute applicando le metodologie indicate dallo stesso riguardo le modalità dell'aumento di capitale che Creval dovrà effettuare a seguito del conferimento;
- esame del bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di Creval assoggettato a revisione contabile da parte di Ernst & Young S.p.A.;
- esame delle metodologie di valutazione adottate dal Consiglio di Amministrazione sulla base degli elementi a noi forniti con l'obiettivo di riscontrarne, nelle circostanze in oggetto, il contenuto ragionevole, motivato e non arbitrario;

- verifica della completezza e della non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del prezzo di emissione delle azioni;
- verifica degli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Rapporto di Scambio a supporto dell'emissione delle nuove azioni;
- verifica dell'uniformità nell'applicazione dei metodi di valutazione adottati;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, in particolare, con la documentazione utilizzata elencata nel paragrafo 4;
- verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consulente e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione nell'ambito del processo valutativo;
- discussioni ed approfondimenti con il Consulente e la Direzione della Banca;
- *sensitivity analysis* del risultato cui è pervenuto il Consiglio di Amministrazione della Banca in relazione a variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione;
- esame, per le finalità di cui al presente lavoro, dello Statuto vigente della Banca;
- ottenimento di un'attestazione sottoscritta dal legale rappresentante di Creval, anche a nome del Consiglio di Amministrazione, che evidenzia la circostanza che alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le conclusioni raggiunte dal Consiglio di Amministrazione con riferimento al valore e al numero delle azioni da emettere a servizio dell'aumento di capitale.

## **9 Commenti sull'adeguatezza del metodo utilizzato e sulla validità delle stime prodotte**

Con riferimento al presente incarico, e in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale del Consiglio di Amministrazione, che ha preso a riferimento quanto previsto e fatte proprie le valutazioni del Consulente, consiste in una stima dei valori economici relativi a Creval e a CS effettuata attraverso l'applicazione di metodi in grado di esprimere valori comparativi per le Realtà. In tale tipologia di operazioni, infatti, la finalità ultima delle valutazioni effettuate dagli Amministratori non è tanto la determinazione di valori assoluti del capitale economico delle Realtà interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili per la determinazione del numero di azioni da emettere..

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione selezionati dagli Amministratori, coadiuvati dal Consulente, sono di seguito riportate:

- la scelta degli Amministratori di adottare, per la determinazione del valore economico di Creval e di CS, le metodologie descritte al paragrafo 5 risulta, anche alla luce della prassi di

mercato e delle caratteristiche dell'operazione, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione in esame descrive le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione;

- i metodi valutativi adottati dal Consiglio di Amministrazione, coadiuvato dal Consulente, sono comunemente accettati e utilizzati sia a livello nazionale che internazionale e sono condivisi dalla teoria finanziaria e aziendalistica nell'ambito di realtà operanti nel settore di riferimento;
- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori, con il supporto del Consulente, su base *stand alone* e, pertanto, i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative rivenienti dal conferimento e che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti. Tale impostazione è generalmente seguita in analoghe valutazioni ed è prassi condivisa nel settore.

## **10 Limiti e difficoltà specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico**

Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- il Consiglio di Amministrazione, supportato dal proprio Consulente, ha ritenuto di considerare il metodo del DDM quale metodo principale di valutazione al fine di valutare la congruità dei valori. L'applicazione di tale metodologia ha richiesto, oltre al riferimento a parametri di redditività storica, l'utilizzo di proiezioni economico-finanziarie che sono, per loro natura, aleatorie, soggette a significativi cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, specie per quanto riguarda il settore in cui operano le Realtà ed in particolare in relazione all'attuale contesto macroeconomico e di mercato;
- l'applicazione di metodi analitici è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze finanziarie determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni andamentali, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano anche significativamente i valori oggetto di stima;
- le risultanze del metodo dei Multipli di Borsa, applicato dal Consulente e ripreso dal Consiglio di Amministrazione, non supportano l'intervallo dei rapporti di scambio derivanti dall'applicazione della metodologia principale (*Dividend Discount Model*). Si evidenzia peraltro che il Consiglio di Amministrazione di Creval, supportato dal proprio Consulente, ha ritenuto che, tra i metodi di controllo, il Metodo dei Multipli di Borsa sia meno significativo del Modello di Gordon, stante l'attuale andamento borsistico altamente volatile delle società comparabili.

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

## 11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, come illustrate nella presente relazione, e fermo restando quanto evidenziato al paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione della Banca, anche sulla base delle indicazioni fornite dal Consulente, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni Creval per l'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione, espresso nella fattispecie dal Rapporto di Scambio, tenuto conto del Corrispettivo in Denaro.

Milano, 19 ottobre 2012

KPMG S.p.A.



Roberto Fabbri  
Socio