



Casse di Risparmio dell'Umbria S.p.A.

**Relazione della società di revisione
ai sensi dell'art. 2505-*bis*, comma 1, del
Codice Civile**



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Viale Niccolò Machiavelli, 29
50125 FIRENZE FI

Telefono +39 055 213391
Telefax +39 055 215824
e-mail it-fmauditaly@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

Relazione della società di revisione ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile

Al Consiglio di Amministrazione della
Casse di Risparmio dell'Umbria S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Il Piano d'Impresa di Intesa Sanpaolo 2014-2017 (nel seguito anche il "Piano" o il "Piano d'Impresa 2014-2017") prevede un'azione incisiva di governo dei costi incentrata sulla semplificazione societaria ed organizzativa, da attuarsi attraverso una riduzione graduale e significativa del numero delle banche appartenenti alla Divisione Banca dei Territori del Gruppo Intesa Sanpaolo (nel seguito anche il "Gruppo"), con l'obiettivo di integrare undici entità giuridiche.

Sulla base di quanto sopra descritto, con riferimento a Casse di Risparmio dell'Umbria S.p.A. (nel seguito anche "CRU" o la "Banca"), nel corso del mese di novembre 2015 Intesa Sanpaolo S.p.A. (nel seguito anche "ISP" o "Società Incorporante") ha perfezionato le attività propedeutiche alla fusione per incorporazione di CRU in ISP (nel seguito anche la "Fusione"), tra cui l'acquisizione del controllo diretto di CRU attraverso la scissione parziale delle quote di partecipazione in CRU detenute da Banca CR Firenze S.p.A. (nel seguito anche "CRF").

Pertanto alla data odierna il capitale sociale è così articolato:

	ISP	CRU (azioni proprie)	Terzi	Totale
Azioni ordinarie	180.502.635	667.956	244.247	181.414.838
Azioni privilegiate	4.727.353	130.219	1.384.916	6.242.488
Totale	185.229.988	798.175	1.629.163	187.657.326
<i>% di interessenza</i>	<i>98,70%</i>	<i>0,43%</i>	<i>0,87%</i>	<i>100,00%</i>

La Fusione è realizzabile in forma "semplificata" ai sensi dell'art. 2505-bis del Codice Civile disponendo ISP, alla data odierna, di una partecipazione almeno pari al 90% del capitale sociale complessivo di CRU.

Come indicato nel progetto di fusione la Fusione stessa è subordinata al rilascio delle necessarie autorizzazioni da parte delle Autorità di Vigilanza.

Società per azioni
Capitale sociale
Euro 9.179.700,00 I.V.
Registro Imprese Milano e
Codice Fiscale N. 00709600159
R.E.A. Milano N. 512867
Partita IVA 00709600159
VAT number IT00709600159

Ancona Aosta Bari Bergamo
Bologna Bolzano Brescia
Cetania Como Firenze Genova
Lecce Milano Napoli Novara
Padova Palermo Parma Perugia

In tale contesto, il progetto di fusione per incorporazione di CRU in ISP, da attuarsi avvalendosi della procedura prevista dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile (nel seguito anche l'“Operazione”), è stato approvato in data 23 febbraio 2016 dal Consiglio di Gestione di Intesa ed è oggetto di approvazione in data odierna da parte del Consiglio di Amministrazione di CRU (di seguito “Consiglio di Amministrazione” o gli “Amministratori”).

Ai sensi di quanto previsto dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile non verrà pertanto redatta la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio di cui all'art. 2501-sexies del Codice Civile, in quanto agli azionisti di CRU diversi da ISP (nel seguito “Azionisti di minoranza”) verrà concesso il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo (di seguito anche “Valore di Vendita delle azioni”) determinato alla stregua dei criteri previsti per il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

Il diritto di vendita, di cui al precedente paragrafo, secondo quanto riportato nel Progetto di Fusione, è assorbente del diritto di recesso.

Mediante l'Operazione agli azionisti di minoranza di CRU saranno assegnate azioni ordinarie della Società Incorporante secondo il rapporto di cambio determinato dal Consiglio di Amministrazione della Banca e fermo il diritto di vendita sopra indicato, mentre le azioni di CRU detenute dall'azionista ISP saranno annullate senza sostituzione, in esecuzione di quanto disposto dall'art. 2504-ter del Codice Civile.

In tale contesto, KPMG S.p.A. (nel seguito anche “KPMG”), quale soggetto incaricato ai sensi degli artt.13 e 16 del Decreto Legislativo 27 gennaio 2010, n. 39 e ai sensi dell'art. 165 del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, della revisione legale del bilancio d'esercizio di CRU, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione l'incarico di redigere un'apposita relazione al fine di esprimere il proprio parere in merito ai criteri seguiti nella determinazione del Valore di Vendita delle azioni, ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile, che rimanda all'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile, determinato in data odierna in via preliminare dal Consiglio di Amministrazione.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, la Direzione di CRU e la Direzione di ISP hanno consegnato a KPMG la relazione predisposta da Deloitte Financial Advisory S.r.l. (nel seguito il “Consulente”) della cui assistenza il Consiglio di Amministrazione si avvale per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni, unitamente ad altra documentazione utile allo svolgimento del nostro lavoro.

Nel corso della prima parte del Consiglio di Amministrazione tenutosi in data odierna, gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del Valore di Vendita delle azioni, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

All'esito dell'avvenuto riscontro, da parte nostra, della documentazione fatta propria dal Consiglio di Amministrazione e a noi consegnata al termine della prima fase della seduta consiliare tenutasi in data odierna con quella fornitaci in via anticipata, abbiamo emesso la presente relazione al fine di poter consentire il completamento dell'iter consiliare.

Ai sensi dell'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile è stato richiesto anche al Collegio Sindacale di CRU, contestualmente a KPMG, di esprimere un parere sul Valore di Vendita delle azioni determinato dal Consiglio di Amministrazione.

2 Descrizione dell'operazione

2.1 Il Progetto

Come riportato nell'estratto di delibera del Consiglio di Gestione di ISP del 23 febbraio 2016, per effetto della recente operazione di scissione menzionata al paragrafo 1, la quota di controllo di CRU è ora detenuta direttamente da ISP.

Il progetto di fusione di CRU in ISP (nel seguito il "Progetto di fusione"), è stato approvato in data 23 febbraio 2016 dal Consiglio di Gestione di ISP ed è oggetto di approvazione in data odierna da parte del Consiglio di Amministrazione di CRU.

Come si evince dalla Relazione del Consiglio di Amministrazione di CRU sul Progetto di fusione per incorporazione di CRU in ISP redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile (nel seguito la "Relazione degli Amministratori"), consegnataci anticipatamente in bozza unitamente ad altra documentazione inerente l'Operazione, la prospettata operazione di fusione per incorporazione di CRU in ISP si inserisce nel programma di semplificazione societaria ed organizzativa previsto dal Piano di Impresa 2014-2017.

A tal fine il Consiglio di Gestione di ISP ha approvato in data 23 febbraio 2016 e il Consiglio di Amministrazione di CRU è chiamato ad approvare in data odierna, la fusione per incorporazione di CRU in ISP.

La decorrenza degli effetti giuridici sarà stabilita nell'atto di fusione e potrà anche essere successiva alla data dell'ultima delle trascrizioni previste dall'art. 2504-bis del Codice Civile. L'Operazione verrà perfezionata subordinatamente all'ottenimento delle previste autorizzazioni da parte delle Autorità di Vigilanza.

2.2 L'Operazione

Come detto precedentemente, ISP detiene una partecipazione almeno pari al 90% del capitale sociale complessivo di CRU e pertanto l'Operazione potrà avere luogo in forma semplificata, concedendo agli azionisti di minoranza di CRU il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo determinato sulla base dei criteri previsti per il recesso ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del Codice Civile.

A seguito del perfezionamento dell'Operazione, come descritta nel Progetto di fusione, le azioni ordinarie di CRU in circolazione saranno annullate senza sostituzione e ISP procederà ad emettere n. 0,9623 azioni ordinarie di ISP per ogni azione ordinaria di CRU e n. 1,0842 azioni ordinarie di ISP per ogni azione privilegiata di CRU detenuta dagli azionisti della Banca che non avranno esercitato il diritto di vendita ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

Per gli azionisti di minoranza che avranno invece esercitato il diritto di vendita di cui all'art. 2505-bis, comma 1 del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione della Banca ha determinato in via preliminare il Valore di Vendita delle azioni come descritto nel seguito.

3 Natura e limiti della presente relazione

La presente relazione ha la finalità di fornire al Consiglio di Amministrazione della Banca il parere previsto ai sensi dell'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile, in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione da questo adottato per determinare il Valore di Vendita delle azioni nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

La presente relazione illustra il metodo applicato dal Consiglio di Amministrazione, anche con il supporto del Consulente, e le eventuali difficoltà incontrate per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla sua corretta applicazione.

Nell'esecuzione del presente incarico KPMG non ha effettuato alcuna valutazione economica di CRU. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori di CRU che si avvalgono, a tal fine, anche del lavoro svolto dal Consulente dagli stessi incaricato.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione dalla Direzione di CRU e dalla Direzione di ISP, ed in particolare:

- il Progetto di fusione oggetto di approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione della Banca in data odierna, consegnatoci anticipatamente in bozza;
- la relazione del Consulente, datata 18 febbraio 2016, intitolata "Fusione per incorporazione di CR Umbria in Intesa Sanpaolo" (nel seguito anche la "Relazione di Stima");
- la Relazione degli Amministratori, consegnataci anticipatamente in bozza, che illustra il processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni;
- estratto della delibera del Consiglio di Gestione di ISP del 23 febbraio 2016 avente ad oggetto "Fusione per incorporazione di Casse di Risparmio dell'Umbria in Intesa Sanpaolo";
- la documentazione di lavoro predisposta dal Consulente in cui sono riportati analiticamente le metodologie di valutazione adottate e i valori risultanti dalla applicazione di tali metodologie;
- il parere del Collegio Sindacale ai sensi dell'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile;
- il progetto di bilancio al 31 dicembre 2015 di CRU predisposto dagli Amministratori in data 18 febbraio 2016 ed altre informazioni gestionali e contabili alla stessa data;

- il Piano di Impresa 2014-2017 di ISP;
- le Proiezioni economico-finanziarie per il periodo 2016-2018 di CRU, sviluppate dal Consulente, le cui assunzioni sottostanti sono state condivise con il *Management* del Gruppo (nel seguito le "Proiezioni CRU");
- altri dati e informazioni ritenute rilevanti ai fini delle analisi, anche forniti in forma scritta e verbale;
- la seguente documentazione che è stata, tra l'altro, utilizzata dal Consulente per la redazione della Relazione di Stima e, successivamente, anche da noi ai fini dello svolgimento del nostro incarico:
 - ✓ il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2014 di CRU assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2013 di CRU assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2012 di CRU assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ dati di sintesi derivanti dal bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2015 di CRU assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ il bilancio consolidato al 31 dicembre 2014 del Gruppo Intesa Sanpaolo assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ il bilancio consolidato al 31 dicembre 2013 del Gruppo Intesa Sanpaolo assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ il bilancio consolidato al 31 dicembre 2012 del Gruppo Intesa Sanpaolo assoggettato a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.,
 - ✓ il comunicato stampa del 5 febbraio 2016 che riporta i principali dati consolidati 2015 del Gruppo Intesa Sanpaolo,
 - ✓ le informazioni relative all'andamento dei corsi borsistici ottenute attraverso banche dati specializzate, con particolare riferimento a società operanti nel settore bancario.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera sottoscritta in data odierna dal rappresentante legale della Banca, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, 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 (nel seguito "Lettera di Attestazione").

5 Metodologie di valutazione adottate dagli Amministratori e relativi risultati

5.1 Premessa

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Banca si avvalgono anche del supporto del Consulente ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile. Pertanto nel prosieguo del presente paragrafo si farà riferimento alle valutazioni effettuate dal Consulente e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Banca.

5.2 Metodologie adottate

Il Consulente, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione di CRU, ha espresso i seguenti principi generali:

- Al fine di identificare i criteri di determinazione del corrispettivo a cui i soci potranno esercitare il diritto di vendita si fa riferimento all'art.2437-ter del Codice Civile secondo il quale nella stima del valore si deve tenere conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.
- La determinazione del valore unitario delle azioni per le quali è consentita l'opzione di vendita richiede pertanto una valutazione della società emittente. A tal fine, la dottrina e la prassi più diffusa identificano alcuni principi generali a cui il processo valutativo deve ispirarsi:
 - il Valore di Vendita delle azioni deve essere determinato con riferimento al valore della singola azione della società. Il percorso prevede quindi che venga stimato il valore intrinseco per il 100% dell'azienda e che, successivamente, venga riproporzionato sul valore delle singole azioni, senza tener conto di eventuali aggiustamenti connessi all'entità della partecipazione considerata;
 - il valore intrinseco dipende dal profilo economico, patrimoniale, finanziario e dalla posizione di mercato dell'azienda, oltre che dalle prospettive di reddito futuro e dalla politica di distribuzione dei dividendi, ma deve tuttavia essere determinato anche "tenuto conto dell'eventuale valore di mercato". Pertanto, nel caso di aziende le cui azioni non siano quotate, il rimborso spettante al socio recedente dovrà essere determinato tenendo conto, laddove possibile, di confronti con valori empirici disponibili sul mercato o di prezzi per la cessione di quote dell'azienda stessa;
 - la stima deve essere rappresentativa del valore della società in ipotesi di prosecuzione dell'attività con l'attuale struttura operativa (ipotesi di continuità).

Il Consiglio di Amministrazione, anche con il supporto del Consulente, ha determinato il Valore di Vendita delle azioni considerando:

- a) il valore di CRU determinato applicando il metodo *Dividend Discount Model* ("DDM"), nella variante *excess capital*, alle Proiezioni CRU;
- b) il valore di CRU stimato applicando multipli osservati in recenti transazioni comparabili e sui borsini relativi ad un campione di banche comparabili (metodo di mercato).

I valori per azione sono stati stimati al netto delle azioni proprie e tenendo conto del fatto che le azioni privilegiate:

- godono dei medesimi diritti di *governance* spettanti alle azioni ordinarie;
- in caso di distribuzioni degli utili, secondo quanto previsto dallo statuto della Banca, hanno diritto a ricevere un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie di un importo pari ad almeno il 3% del valore nominale (€1).

La data di riferimento delle suddette valutazioni è il 31 dicembre 2015 (nel seguito "Data di valutazione").

a) *Metodo del Dividend Discount Model*

Il metodo del *Dividend Discount Model* ("DDM") 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 è il DDM nella variante *Excess Capital*, in base al 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. 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 stima del valore di una società ("W") sulla base della metodologia DDM è la seguente

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{DIV_t}{(1+i)^t} + VT$$

dove:

DIV_t = Flussi di cassa potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base del piano elaborato, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio ("Ke");

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

VT = valore attuale del *Terminal Value* determinato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di dividendo sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine ("g rate").

La stima dei flussi di cassa distribuibili agli azionisti nel periodo di pianificazione ha preso a riferimento:

- Fondi Propri e requisiti di vigilanza di CRU al 31 dicembre 2015.
- Proiezioni economico-finanziarie 2016-2018 di CRU; in considerazione del fatto che alla data di valutazione non risultano disponibili proiezioni economico – finanziarie di CRU predisposte dal *management* del Gruppo e approvate dagli Amministratori, il Consulente ha provveduto ad effettuare stime proprie in coerenza con le linee guida del Piano d'Impresa 2014-2017 del Gruppo. Le assunzioni sottostanti le stime sono state condivise con il *Management* del Gruppo.
- Un livello minimo di patrimonializzazione (CET1 *ratio*) pari al 10,50%.

Per l'attualizzazione è stato utilizzato un costo del capitale calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento. In particolare, il costo del capitale proprio (k_e) è calcolato come somma tra il tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio e un premio per il rischio specifico che riflette la rischiosità del contesto del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività della Banca.

La formula utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio, stimato sulla base del rendimento lordo medio a 12 mesi del Buoni del Tesoro decennali emessi dallo stato italiano calcolato al 12 febbraio 2016 (1,69%);

β = coefficiente Beta, che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso, stimato sulla base dei Beta di un campione costituito da Intesa Sanpaolo e da altre banche italiane quotate, rilevati

su un orizzonte temporale di 2 anni, osservati con frequenza settimanale, alla data del 12 febbraio 2016 e pari a 1,216;

$R_m - R_f$ = premio per il rischio, ovvero rendimento differenziale richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio, pari al 5,4%.

Sulla base dei parametri sopra descritti, il costo del capitale risulta pari a 8,3%. Le valutazioni sono state quindi sviluppate considerando un intervallo di tale parametro compreso tra 8,0% e 8,6%, effettuando una *sensitivity* di +/- 0,3%.

Il tasso di crescita di lungo periodo ("g rate") utilizzato è pari al 2%.

Sulla base di tale metodologia, l'intervallo di valori per il 100% di CRU stimato dal Consulente risulta compreso tra €516,68 milioni e €551,90, milioni.

I valori per azione sono stati stimati al netto delle azioni proprie e tenendo conto del fatto che le azioni privilegiate:

- godono dei medesimi diritti di *governance* spettanti alle azioni ordinarie;
- in caso di distribuzioni degli utili, secondo quanto previsto dallo statuto della Banca, hanno diritto a ricevere un dividendo complessivo maggiorato rispetto a quello delle azioni ordinarie di un importo pari ad almeno il 3% del valore nominale (€1).

In particolare il Consulente ha proceduto a stimare il valore attuale del privilegio per azione annuo (€0,03), capitalizzando tale importo in *perpetuity* sulla base del medesimo *range* di tasso utilizzato per l'applicazione del DDM.

Sulla base di quanto sopra l'intervallo di valori per azione di CRU stimato dal Consulente risulta compreso tra €2,754 e €2,941 per le azioni ordinarie e tra €3,103 e €3,316 per le azioni privilegiate.

b) Metodo di mercato

Il metodo dei multipli di mercato permette di apprezzare il valore di un'azienda a partire dalle valorizzazioni emerse in transazioni o quotazioni di mercato aventi ad oggetto realtà comparabili.

Tale metodo prevede la determinazione di "multipli", risultanti dal rapporto tra il "prezzo" registrato e parametri aziendali ritenuti significativi, di natura economica, patrimoniale o finanziaria o altri parametri, comunque legati all'operatività delle società coinvolte.

La stima del valore del capitale economico della società o del ramo oggetto di analisi si sviluppa applicando i suddetti multipli alle stesse grandezze aziendali assunte quale base per la determinazione dei multipli stessi ed espresse dalla società o dal ramo in esame.

Nella fattispecie il Consulente ha preso a riferimento i multipli desumibili da (i) transazioni aventi ad oggetto quote di minoranza di banche comparabili e (ii) scambi osservati sui borsini per un campione di banche comparabili.

b.i) Metodo dei multipli osservati su transazioni aventi ad oggetto quote di minoranza di banche comparabili

Nella fattispecie il Consulente ha preso a riferimento i multipli desumibili da transazioni aventi ad oggetto quote di minoranza di banche ritenute comparabili e con un profilo simile a CRU.

Tali transazioni, collocate nell'orizzonte temporale 2012-2015, rappresentano per la maggior parte operazioni di acquisto da parte del Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il consulente ha fatto riferimento al valore della media e della mediana dei multipli Prezzo/Patrimonio Netto (nel seguito "P/PN") osservati, pari rispettivamente a 1,38x e 1,39x.

Sulla base di tale multiplo e del valore del Patrimonio Netto di CRU al 31 dicembre 2015, l'intervallo di valori per il 100% di CRU stimato dal Consulente risulta compreso tra €531,57 milioni e €534,75 milioni.

b.ii) Metodo dei multipli osservati su operazioni di scambio sui borsini relativi ad un campione di banche comparabili

Nella fattispecie sono stati analizzati i prezzi di scambio osservati sui borsini per un campione di banche ritenute comparabili dal Consulente.

Il Consulente ha fatto riferimento al valore della media e della mediana dei multipli P/PN osservati per il campione pari rispettivamente a 1,27x e 1,15x.

Sulla base di tali multipli e del valore di patrimonio netto di CRU al 31 dicembre 2015 l'intervallo di valori per il 100% di CRU stimato dal Consulente risulta compreso tra €443,09 milioni e €487,10 milioni.

Il Consulente ha quindi individuato un intervallo di valore economico del 100% di CRU compreso tra:

- un valore minimo pari a €443,09 milioni ottenuto mediante l'applicazione del dato mediano del multiplo P/PN desunto dai borsini (1,15x);
- un valore massimo pari a €534,75 milioni ottenuto mediante l'applicazione del dato mediano del multiplo P/PN desunto dalle transazioni comparabili (1,39x).

5.3 Risultati cui pervengono gli Amministratori con l'assistenza del Consulente

Sulla base delle metodologie e delle ipotesi sopra illustrate, gli Amministratori hanno fatto proprie le considerazioni espresse dal Consulente che ha individuato i seguenti intervalli di valore del 100% di CRU:

	Minimo	Massimo
Metodo del DDM (€/milioni)	516,68	551,90
Metodo di mercato (€/milioni)	443,09	534,75

5.4 Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori

Gli amministratori hanno ritenuto di considerare il valore minimo individuato mediante l'applicazione del Dividend Discount Model tenuto conto dei recenti risultati conseguiti da CRU e dell'andamento dei titoli delle aziende bancarie osservati negli ultimi mesi sui mercati di borsa.

Il valore di riferimento individuato dagli Amministratori, al termine della prima fase della seduta consiliare tenutasi in data 29 febbraio 2016, per ciascuna delle azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di vendita, risulta pari a:

€2,754 per azione Ordinaria

€3,103 per azione Privilegiata

6 Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione di CRU ha evidenziato le seguenti difficoltà:

- le valutazioni sono state predisposte facendo riferimento ai dati di sintesi del bilancio 2015 di Casse dell'Umbria ai sensi del Financial Report;
- in assenza di proiezioni economico-finanziarie predisposte in ottica *stand alone* il valore delle prospettive economiche e patrimoniali di Casse dell'Umbria è stato stimato ipotizzando che nel periodo 2016-2018 il profilo di redditività, efficienza e rischio della Banca si allinei a quanto previsto per il Gruppo nel Piano d'impresa 2014-2017;
- le azioni di CRU non sono quotate in un mercato regolamentato: alla data odierna il riferimento di mercato più recente è rappresentato dalle recenti operazioni di acquisto concluse da ISP;
- il metodo di mercato ha preso in considerazione transazioni che per la maggior parte hanno visto coinvolta ISP quale controparte: nonostante questo esse costituiscono comunque un elemento di riferimento per la valorizzazione di CRU;
- gli scambi osservati sui borsini risultano caratterizzati da un ridotto profilo di liquidità e da una bassa frequenza di aggiornamento dei prezzi, pertanto tali valorizzazioni potrebbero non incorporare tutte le informazioni al momento disponibili. Tuttavia tali valori costituiscono un elemento di riferimento per la valorizzazione di CRU.

7 Lavoro svolto

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

- esame della Relazione degli Amministratori, consegnataci anticipatamente in bozza, che illustra, tra l'altro, il processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni;
- esame del Progetto di Fusione oggetto di approvazione in data odierna dal Consiglio di Amministrazione della Banca, consegnatoci anticipatamente in bozza;
- esame della Relazione di Stima utilizzata dal Consiglio di Amministrazione per determinare il Valore di Vendita delle azioni;
- esame del processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni adottato dal Consiglio di Amministrazione e dal Consulente con l'obiettivo di verificarne l'idoneità, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del Valore di Vendita delle azioni;
- 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 con la Direzione del ISP e di CRU;
- *sensitivity analysis*, con l'obiettivo di verificare quanto il risultato cui è pervenuto il Consiglio di Amministrazione sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dello svolgimento dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione;
- discussione con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile;
- ottenimento della Lettera di Attestazione.

Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Banca e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di predisposizione del progetto di bilancio al 31 dicembre 2015 da parte del Consiglio di Amministrazione che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

8 Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Consiglio di Amministrazione, che ha fatto proprie le valutazioni del Consulente, ha avuto quale scopo principale la determinazione del Valore di Vendita delle azioni ai sensi dell'art.2505-bis,

comma 1, del Codice Civile. Di conseguenza, il valore economico riferito a CRU determinato dagli Amministratori non può essere utilizzato per finalità diverse.

In particolare, il Valore di Vendita delle azioni è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione considerando il valore minimo all'interno dell'intervallo determinato con il metodo del DDM.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione selezionati dagli Amministratori sono di seguito riportate.

- i metodi di valutazione adottati dal Consulente e ripresi dal Consiglio di Amministrazione risultano comunemente accettati ed utilizzati nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento. Tali metodi, infatti, consentono di cogliere le caratteristiche specifiche della realtà oggetto di valutazione e di esprimerne le diverse componenti di valore;
- la scelta del Consulente ripresa dal Consiglio di Amministrazione di adottare, per la determinazione del valore economico di CRU, le metodologie descritte al paragrafo 5.2 risulta, anche alla luce della prassi di mercato e delle considerazioni da svolgere nella determinazione del Valore di Vendita delle azioni, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione in esame descrive, ancorché sinteticamente, le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione;
- nella scelta dei metodi di valutazione gli Amministratori hanno applicato metodologie che consentono di tener conto sia della consistenza patrimoniale che delle prospettive reddituali della Banca.

9 Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, in aggiunta a quanto già espresso dagli Amministratori, si segnala quanto segue:

- l'applicazione del metodo del DDM descritto in precedenza per la valorizzazione di CRU ha previsto l'utilizzo di stime economico-finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie e soggette a significativi cambiamenti di scenario di mercato e di scenario macroeconomico;
- in aggiunta a quanto sopra, si evidenzia che, non essendo disponibili proiezioni economico-finanziarie specifiche della Banca, il Consulente ha utilizzato le Proiezioni CRU come sopra definite.
- l'applicazione di un metodo analitico 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, anche



di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima.

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione sul Valore di Vendita delle azioni di CRU, redatta ai sensi dell'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

10 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione e fermo restando quanto illustrato al precedente paragrafo 9, non siamo venuti a conoscenza di fatti o circostanze tali da farci ritenere che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni di Casse di Risparmio dell'Umbria S.p.A. non sia, limitatamente alla finalità per le quali esso è stato sviluppato, adeguato in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario e che esso non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del Valore di Vendita delle azioni.

La presente relazione è indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Casse di Risparmio dell'Umbria S.p.A. ed è stata predisposta esclusivamente per le finalità di cui all'art.2505-bis, comma 1, del Codice Civile.

Tale relazione non potrà pertanto essere divulgata a soggetti terzi, fatta eccezione per gli azionisti di Casse di Risparmio dell'Umbria S.p.A. che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo, o comunque utilizzata per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Terni, 29 febbraio 2016

KPMG S.p.A.

Alberto Mazzeschi
Socio