



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Corso Vittorio Emanuele II, 42
10123 TORINO TO
Telefono +39 011 5395144
Email k.muscatello@kpmg.it
PEC kpmgspa@pec.kpmg.it

Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A.

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

Il Gruppo di Impresa di cui fanno parte la Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A. (nel seguito anche "Banca") e il "Piano" o il "Piano d'Impresa 2014-2017" (nel seguito anche "Piano"), che prevede la semplificazione dell'articolazione societaria delle banche appartenenti alla Divisione Banca del Gruppo (di cui fanno parte anche il "Gruppo"), il Consiglio di Amministrazione di Intesa Sanpaolo S.p.A. (nel seguito anche "ISP" o "Società Incorporante") ha avviato il processo di fusione per incorporazione della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A. (nel seguito anche "Carionagnina" o la "Banca").

Al riguardo, ISP ha raggiunto un accordo (nel seguito anche l'"Accordo"), sostanzialmente condizionato al rilascio del nulla osta da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 7 del D. Lgs. 17 maggio 1999, n. 53, per l'acquisto delle azioni detenute dalla Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì (per il 10,74% del capitale sociale della Banca). A seguito del perfezionamento dell'Accordo, ISP porterà la propria quota di possesso al 94,75% del capitale sociale della Banca.

In tale contesto il Consiglio di Amministrazione di Carionagnina e il Consiglio di Amministrazione di ISP sono chiamati ad approvare in data odierna il progetto di fusione per incorporazione di Carionagnina in ISP, da attuarsi avvalendosi della procedura semplificata prevista dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile (nel seguito anche l'"Operazione") in conseguenza dell'Accordo.

Al 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 Carionagnina diversi da ISP (nel seguito "Azionisti di minoranza") verrà concesso il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo (nel seguito anche "Valore di vendita delle azioni") determinato alla stregua dei criteri previsti per il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2457-ter, comma 2, del Codice Civile.

KPMG S.p.A.
21 dicembre 2017



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Corso Vittorio Emanuele II, 48
10123 TORINO TO
Telefono +39 011 8395144
Email 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
Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nell'ambito del Piano d'Impresa di Intesa Sanpaolo 2014-2017 (nel seguito anche il "Piano" o il "Piano d'Impresa 2014-2017"), che prevede la semplificazione dell'articolazione societaria delle banche appartenenti alla Divisione Banca dei Territori del Gruppo Intesa Sanpaolo (nel seguito anche il "Gruppo"), il Consiglio di Amministrazione di Intesa Sanpaolo S.p.A. (nel seguito anche "ISP" o "Società Incorporante") ha avviato il processo di fusione per incorporazione della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A. (nel seguito anche "Cariromagna" o la "Banca").

Al riguardo, ISP ha raggiunto un accordo (nel seguito anche l'"Accordo"), sospensivamente condizionato al rilascio del nulla osta da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 7 del D.Lgs. 17 maggio 1999, n.53, per l'acquisto delle azioni detenute dalla Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì (pari 10,74% del capitale sociale della Banca). A seguito del perfezionamento dell'Accordo, ISP porterà la propria quota di possesso al 94,75% del capitale sociale della Banca.

In tale contesto il Consiglio di Amministrazione di Cariromagna e il Consiglio di Amministrazione di ISP sono chiamati ad approvare in data odierna il progetto di fusione per incorporazione di Cariromagna in ISP, da attuarsi avvalendosi della procedura semplificata prevista dall'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile (nel seguito anche l'"Operazione") in conseguenza dell'Accordo.

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 Cariromagna diversi da ISP (nel seguito "Azionisti di minoranza") verrà concesso il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo (nel 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.

Mediante l'Operazione agli Azionisti di minoranza saranno assegnate azioni ordinarie della Società Incorporante secondo il rapporto di cambio determinato e fermo il diritto di vendita sopra indicato, mentre le azioni di Cariromagna 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 Cariromagna, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Banca (di seguito "Consiglio di Amministrazione" o gli "Amministratori") 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 (nel seguito "ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile"), determinato in data odierna in via preliminare dal Consiglio di Amministrazione.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico, la Direzione di Cariromagna e la Direzione di ISP hanno consegnato a KPMG, in via anticipata, la relazione predisposta da EY S.p.A. (nel seguito il "Consulente") della cui assistenza il Consiglio di Amministrazione si è avvalso 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 Cariromagna, 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

Il progetto di fusione di Cariromagna in ISP (nel seguito il "Progetto di fusione") viene sottoposto all'approvazione, in data odierna, sia del Consiglio di Amministrazione di Cariromagna sia del Consiglio di Amministrazione di ISP.

Come si evince dalla Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna S.p.A. sul Progetto di fusione per incorporazione in Intesa Sanpaolo S.p.A. della Cassa dei Risparmi di Forlì e della



Romagna S.p.A. redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile (nel seguito la "Relazione degli Amministratori"), consegnatici anticipatamente in bozza unitamente ad altra documentazione inerente l'Operazione, la prospettata operazione di fusione per incorporazione di Cariromagna in ISP si inserisce nell'ambito degli obiettivi di recupero di redditività prevista dal Piano mediante il conseguimento di sinergie su costi diretti (societari e amministrativi) e su costi indiretti (legati all'erogazione di servizi in outsourcing).

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, in attuazione della strategia di semplificazione dell'articolazione societaria prevista nel Piano, ISP ha sinora incorporato nove banche commerciali e sono state deliberate ulteriori operazioni di integrazione.

A tal fine il Consiglio di Amministrazione di ISP e il Consiglio di Amministrazione di Cariromagna sono chiamati ad approvare in data odierna la fusione per incorporazione di Cariromagna 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.

Come riportato al precedente paragrafo 1, ISP ha raggiunto un accordo per l'acquisto delle quote detenute dalla Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì (10,74%) e a seguito del perfezionamento di tale accordo porterà così la propria quota di possesso al 94,75% del capitale sociale, mentre il restante 5,25% del capitale della Banca fa capo per il 3,23% ad azionisti privati e per il 2,02% è rappresentato da azioni proprie nel portafoglio della Banca.

2.2 L'Operazione

Come detto precedentemente, ISP, successivamente al rilascio del nulla osta da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze all'operazione di vendita delle quote da parte della Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì deterrà il 94,75% del capitale sociale della Banca e pertanto l'Operazione avrà luogo in forma semplificata ai sensi dell'art. 2505-*bis*, comma 1, del Codice Civile, concedendo agli Azionisti di minoranza di Cariromagna il diritto di far acquistare le proprie azioni da ISP per un corrispettivo determinato alla stregua 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 Cariromagna in circolazione saranno annullate senza sostituzione e ISP procederà ad emettere n.0,696 azioni ordinarie di ISP per ogni azione ordinaria di Cariromagna e n.0,737 azioni ordinarie di ISP per ogni azione ordinaria con privilegio di rendimento di Cariromagna detenute 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 per il tramite 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 Cariromagna. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori di Cariromagna che si avvalgono, a tal fine, 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 Cariromagna 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 (nel seguito anche la "Relazione di Stima"), datata 13 dicembre 2017, intitolata "Fusione per incorporazione di Cariromagna in Intesa Sanpaolo";
- la Relazione degli Amministratori, consegnataci anticipatamente in bozza, che illustra il processo di determinazione del Valore di Vendita delle azioni;
- 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;
- altri dati e informazioni ritenute rilevanti ai fini delle analisi, forniti in forma scritta e verbale;
- il parere del Collegio Sindacale ai sensi dell'art. 2505-bis, comma 1, del Codice Civile;

- 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:
- statuto sociale di Cariromagna;
 - bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2014, 2015 e 2016 di Cariromagna assoggettati a revisione legale da parte di KPMG S.p.A.;
 - situazione economico-patrimoniale di Cariromagna al 30 settembre 2017 non assoggettata a revisione contabile né a revisione contabile limitata;
 - informazioni relative a transazioni aventi ad oggetto quote del capitale di Cariromagna;
 - informazioni relative alla composizione dell'azionariato di Cariromagna alla data del 20 novembre 2017;
 - informazioni relative all'andamento dei tassi di interesse, dei corsi borsistici e degli indici di volatilità ottenute attraverso banche dati specializzate;
 - informazioni relative a transazioni avvenute nel settore di riferimento.

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.

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

- a) il valore osservato in recenti operazioni che hanno riguardato il capitale di Cariromagna ("**Metodo Diretto**");
- b) il valore di Cariromagna stimato applicando multipli osservati in recenti transazioni comparabili e sui borsini relativi ad un campione di banche comparabili ("**Metodo dei Multipli**");

- c) il valore di Cariromagna determinato applicando la metodologia analitica del Dividend Discount Model – nella versione Excess Capital (“DDM” e, con il Metodo dei Multipli, “Metodi di Controllo”).

Nell'applicazione dei Metodi di Controllo, per omogeneità con il Metodo Diretto, il Consulente ha tenuto conto dei premi riconosciuti sul mercato per operazioni similari.

La data di riferimento delle suddette valutazioni è il 30 settembre 2017 (nel seguito “Data di valutazione”).

I valori per azione sono stati stimati al netto delle azioni proprie e tenendo conto del fatto che le azioni ordinarie con privilegio di rendimento:

- 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 pari al 5% del valore nominale, e a una maggiorazione, rispetto alle azioni ordinarie, dell'1% sul valore nominale (Euro 1). Il suddetto privilegio di rendimento viene correlato al tasso per le operazioni di rifinanziamento principale (*Main refinancing operations Minimum bid rate*) fissato dalla Banca Centrale Europea;
 - un dividendo complessivo maggiorato, rispetto a quello delle azioni ordinarie, in misura almeno pari all'1% del valore nominale dell'azione

Alla luce di tale disposto statutario, gli Amministratori hanno quantificato il valore del privilegio di rendimento in Euro 0,12 per azione ordinaria con privilegio di rendimento, in linea ed in continuità con le maggiorazioni di prezzo riconosciute da ISP su tale tipologia di azioni nelle più recenti transazioni, e tenendo conto delle elaborazioni effettuate dal Consulente. A tal riguardo, il Consulente ha proceduto a stimare il valore del privilegio di rendimento per azione, capitalizzando in *perpetuity* il valore della maggiorazione di rendimento prevista dallo statuto sulla base del medesimo tasso *ke* utilizzato per l'applicazione del DDM.

a) Valore osservato in recenti operazioni che hanno riguardato il capitale di Cariromagna

Come descritto in precedenza, ISP ha recentemente raggiunto un accordo per l'acquisto delle quote di Cariromagna detenute dalla Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì (10,74%), portatrice di un diritto di veto statutario su operazioni straordinarie. Tale accordo si perfezionerà solo a seguito del rilascio del nulla osta da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze ai sensi dell'art. 7 del D.Lgs. 17 maggio 1999, n.53.

Il prezzo a cui è stato raggiunto l'accordo risulta pari a €2,00 per azione ed è stato considerato dal Consulente quale il più recente riferimento di mercato relativamente alla valorizzazione di Cariromagna.

b) Metodo dei Multipli

Il metodo dei multipli di mercato permette di apprezzare il valore di un'azienda o di un ramo d'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 medi Prezzo/Patrimonio Netto ("P/PN"), Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/PNT") e Avviamento/Raccolta Totale ("Avv/RT") desumibili da

- (i) transazioni avvenute nel mercato italiano dal 2012 ad oggi, nelle quali la società incorporante e la società incorporata risultavano appartenenti al medesimo gruppo bancario e le caratteristiche dell'operazione stessa facevano sorgere il diritto di recesso o di vendita in capo all'azionista di minoranza;
- (ii) transazioni avvenute sul mercato italiano dal 2012 ad oggi, aventi ad oggetto quote di minoranza di banche comparabili avvenute al di fuori del gruppo Intesa Sanpaolo;
- (iii) scambi osservati sui borsini per un campione di banche comparabili.

I multipli medi rilevati sono stati applicati alle corrispondenti grandezze patrimoniali di Cariromagna al 30 settembre 2017.

Sulla base dell'applicazione del Metodo dei Multipli il valore per azione ordinaria di Cariromagna risulta compreso tra €1,29 e €1,63.

c) 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:

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

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"). Il VT è stato determinato considerando la media dei risultati degli ultimi due anni della simulazione di proiezione, assumendo un g rate pari a 1,5%.

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

- Fondi Propri e requisiti di vigilanza di Cariromagna al 30 settembre 2017.
- Proiezioni economico-finanziarie 2017-2020 di Cariromagna. Alla data di valutazione non risultano disponibili dati prospettici aggiornati relativi a Cariromagna, pertanto il Consulente ha provveduto ad effettuare una simulazione di proiezione a tre anni sulla base dei dati e parametri prospettici relativi al sistema bancario italiano del suo complesso.
- Un livello di *Common Equity ratio target* (CET1 ratio) pari al 9,25%, in linea con la *SREP decision* relativa a ISP.

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 (ke) 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 1 dicembre 2017 e pari a 2,08%;
- B = 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 un campione di banche italiane quotate, rilevati su un orizzonte temporale di 2 anni, osservati con frequenza settimanale, alla data del 1 dicembre 2017 e pari a 1,306;
- $R_m - R_f$ = 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 5,5%.

Sulla base dei parametri sopra descritti, il costo del capitale risulta pari a 9,27%.

Il Consulente ha inoltre sviluppato analisi di sensitività in funzione di variazioni di: i) $\pm 0,25\%$ del K_e , ii) $\pm 0,25\%$ del g rate e iii) $\pm 5\%$ del risultato netto assunto ai fini della stima del VT.

Sulla base dell'applicazione del DDM il valore per azione ordinaria di Cariromagna risulta compreso tra €1,30 e €1,54.

Il Consulente ha quindi identificato sulla base dei Metodi di Controllo descritti un intervallo di valore per azione ordinaria di Cariromagna compreso tra €1,30 e €1,59. A tale intervallo di valorizzazione il Consulente ha applicato un premio per il controllo quantificato indicativamente tra il 15% ed il 30%.

Sulla base di quanto sopra l'intervallo di valori per azione di Cariromagna stimato dal Consulente risulta compreso tra €1,50 e €2,07.

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

Sulla base delle metodologie e delle ipotesi sopra illustrate, il Consulente ha identificato i seguenti intervalli di valore per azione di Cariromagna:

€	Minimo	Massimo
Metodo Diretto – azione ordinaria		2,00
Metodo Diretto – azione privilegiata		2,12
Metodi di controllo		
Metodo dei Multipli di Mercato	1,29	1,63
Metodo DDM	1,30	1,54
Metodo metodi di controllo base – azione ordinaria	1,30	1,59
Metodi di controllo con premi di mercato – azione ordinaria	1,50	2,07
Metodi di controllo con premi di mercato – azione privilegiata	1,62	2,19

5.4 Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori

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

€2,00 per azione Ordinaria

€2,12 per azione Ordinaria con privilegio di rendimento

corrispondente all'ultimo prezzo di mercato delle azioni Cariromagna (Metodo Diretto).

6 Difficoltà di valutazione incontrate dal Consiglio di Amministrazione

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

- Le azioni di Cariromagna non sono quotate su un mercato regolamentato. E' stato pertanto necessario sviluppare una pluralità di metodologie valutative, analitiche e sintetiche, ognuna caratterizzata da specifici limiti.
- Il Metodo Diretto fa riferimento alla prospettata transazione con la Fondazione Cassa dei Risparmi di Forlì. Tale transazione si colloca nell'ambito del processo negoziale che ha condotto alla definizione dell'accordo con la Fondazione stessa.
- Il Metodo dei Multipli prende in considerazione moltiplicatori rilevati rispetto a realtà contraddistinte da profili economici e patrimoniali talvolta eterogenei, i quali influiscono sulla comparabilità del campione preso a riferimento rispetto all'oggetto della stima.
- Il DDM si basa sulla consistenza patrimoniale alla data di riferimento e su dati prospettici. Al momento non risultano disponibili dati previsionali economici e patrimoniali pluriennali aggiornati relativi a Cariromagna. Si è pertanto fatto riferimento a una simulazione basata su parametri e dati prospettici relativi al sistema bancario italiano nel suo complesso. Tali dati prospettici presentano, per loro natura, profili di incertezza e aleatorietà.
- Il valore del controllo è stato stimato sulla base di indicazioni della dottrina ed evidenze empiriche relativamente ai premi riscontrati in analoghe operazioni di mercato.

7 Lavoro svolto

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

- esame della Relazione degli Amministratori, consegnatoci 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 di ISP e di Cariromagna;
- *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 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 di un'attestazione sottoscritta dal legale rappresentante di Cariromagna, 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 valutazioni espresse dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Valore di Vendita delle azioni.

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 Cariromagna non può essere utilizzato per finalità diverse.

In particolare, il Valore di Vendita delle azioni è stato individuato dal Consiglio di Amministrazione, considerando le risultanze del Metodo Diretto, ovvero corrispondente all'ultimo prezzo di mercato sul titolo.

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 Cariromagna, 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 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 del valore di mercato delle azioni nonché della consistenza patrimoniale e delle prospettive reddituali della Banca.

9 Limiti e difficoltà incontrati nello svolgimento del nostro incarico

Relativamente alle principali difficoltà e 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 Cariromagna 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 macro-economico. Nella fattispecie, inoltre, tali proiezioni, in mancanza di piani aggiornati di Cariromagna, sono state sviluppate dal Consulente e non sono state condivise con la Banca o con ISP;
- nell'applicazione delle metodologie valutative individuate, sono stati utilizzati dati relativi a parametri finanziari di mercato che, per loro natura, sono soggetti a fluttuazioni;
- 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;
- l'applicazione delle metodologie valutative ha previsto l'individuazione di un premio per il controllo, che nella fattispecie conduce ad un incremento dei risultati dei metodi valutativi. Nella prassi, tale premio risulta generalmente riconosciuto nell'ambito di transazioni di pacchetti azionari di controllo.

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione sul Valore di Vendita delle azioni di Cariromagna, 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 della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna 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 della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna 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 della Cassa dei Risparmi di Forlì e della Romagna 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.

Torino, 21 dicembre 2017

KPMG S.p.A.



Simone Archinti
Socio