

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

Agli azionisti di

CASSA DI RISPARMIO DI RAVENNA S.p.A. e di ARGENTARIO S.p.A.

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Ravenna, in data 3 marzo 2017, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A. (di seguito anche "CR Ravenna" "Capogruppo" o la "Società Incorporante") e Argentario S.p.A. (di seguito anche "Argentario" o la "Società Incorporanda" e congiuntamente a CR Ravenna, le "Società"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni ordinarie di CR Ravenna e le azioni ordinarie di Argentario (di seguito anche il "Rapporto di Cambio"), nell'ambito della fusione per incorporazione di Argentario in CR Ravenna (di seguito anche la "Fusione").

Per le finalità del nostro incarico abbiamo ricevuto da CR Ravenna e da Argentario il progetto di fusione (di seguito anche il "Progetto di Fusione"), redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile, corredato delle apposite relazioni illustrative degli amministratori di CR Ravenna e di Argentario (di seguito congiuntamente anche gli "Amministratori") che illustrano e motivano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il Rapporto di Cambio fra le azioni delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile. In conformità con quanto disposto dall'art. 2501 *quater* del Codice Civile, gli Amministratori hanno utilizzato quali situazioni patrimoniali ed economiche di riferimento per la Fusione le situazioni patrimoniali ed economiche delle Società al 31 dicembre 2016 corrispondenti a quelle risultanti dai progetti di bilancio al 31 dicembre 2016 di CR Ravenna e di Argentario, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 24 febbraio 2017 e in data 23 febbraio 2017. Tali progetti di bilancio sono stati successivamente approvati dalle rispettive Assemblee Ordinarie in data 13 marzo 2017.

I Consigli di Amministrazione di CR Ravenna e Argentario, rispettivamente in data 27 febbraio 2017 e 23 febbraio 2017, hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione che sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie delle Società.

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

Per la determinazione dei metodi di valutazione e, quindi, del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione di CR Ravenna e di Argentario si sono avvalsi dell'assistenza di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (di seguito anche il "Consulente").

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

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

La Fusione rientra in un progetto di ridefinizione della struttura societaria del Gruppo CR Ravenna, teso a realizzare una semplificazione degli assetti di governo e organizzativi dello stesso, nell'ambito dei propri obiettivi di rafforzamento di economicità della gestione e di rafforzamento patrimoniale.

Come indicato dagli Amministratori nel Progetto di Fusione, la realizzazione della Fusione consentirà tra l'altro:

- un accorciamento della catena partecipativa e di controllo, consentendo a CR Ravenna di incassare direttamente (e non più attraverso la subholding Argentario) gli eventuali dividendi distribuiti dalle società controllate già nell'esercizio in cui vengono corrisposti, evitando anche una doppia tassazione in capo alla subholding prima ed alla Capogruppo dopo;
- una minore incidenza delle *minorities* sul patrimonio consolidato con un impatto positivo sull'indice patrimoniale CET1;
- un recupero dei costi amministrativi e dei costi finanziari a seguito del venir meno degli attuali oneri necessari al funzionamento di una struttura societaria indipendente.

La Fusione risulta peraltro soggetta all'autorizzazione preventiva da parte dell'Autorità di Vigilanza.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da CR Ravenna e da Argentario i documenti ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto la documentazione di seguito riportata:

- a. il Progetto di Fusione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione di CR Ravenna e di Argentario approvate nelle rispettive riunioni del 27 febbraio 2017 e 23 febbraio 2017, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:
 - **n. 1 azione ordinaria della Società Incorporante, da nominali Euro 6,00¹ cadauna e avente godimento regolare, per ogni 16,94 azioni ordinarie della Società Incorporanda, fermo restando l'eventuale conguaglio in denaro (pari ad un valore di Euro 1,03 per azione), nel caso in cui il Rapporto di Cambio porti ad un risultato non unitario.**
- Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori utilizzando anche le indicazioni risultanti dalla relazione del Consulente di cui al successivo punti b.
- b. Il documento predisposto dal Consulente "Determinazione di un possibile intervallo di rapporto di cambio tra le azioni CR Ravenna e le azioni Argentario", datato 22 febbraio 2017.
 - c. La seguente principale documentazione utilizzata dagli Amministratori e dal Consulente:
 - Piano Industriale consolidato 2017-2021 di CR Ravenna approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 6 febbraio 2017 (di seguito anche "Piano Industriale"), contenente i piani individuali delle singole società partecipate: Argentario, Banca di Imola S.p.A. (di seguito

¹ In data 13 marzo 2017 l'Assemblea dei Soci della Cassa di Risparmio di Ravenna ha deliberato un aumento gratuito del capitale sociale da Euro 174.660.000,00 ad Euro 343.498.000,00 mediante aumento del valore nominale unitario delle azioni da Euro 6,00 ad Euro 11,80 con utilizzo di riserve, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2442 del Codice Civile, senza peraltro modificare il numero delle azioni.

anche "Banca di Imola"), Banco di Lucca e del Tirreno S.p.A. (di seguito anche "Banco di Lucca e del Tirreno"), Consultinvest Asset Management S.p.A. SGR (di seguito anche "Consultinvest"), Sorit (di seguito anche "Sorit") e Italcredi S.p.A. (di seguito anche "Italcredi");

- situazione economica e patrimoniale consolidata di CR Ravenna al 31 dicembre 2016;
- patrimonio di vigilanza di CR Ravenna al 31 dicembre 2016;
- situazione economica e patrimoniale di Argentario al 31 dicembre 2016;
- situazione economica e patrimoniale di Banca di Imola e Banco di Lucca e del Tirreno, al 31 dicembre 2016;
- situazione economica e patrimoniale di Italcredi, Consultinvest e Sorit al 31 dicembre 2016;
- patrimonio di vigilanza al 31 dicembre 2016 di Banca di Imola, Banco di Lucca e del Tirreno e Italcredi;
- documentazione pubblicamente disponibile (es. Info providers, bilanci società comparabili).

d. La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- Bilancio d'esercizio di CR Ravenna relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e relativa relazione di revisione da noi emessa in data 24 febbraio 2017;
- Bilancio d'esercizio di Argentario relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2016 e relativa relazione di revisione da noi emessa in data 24 febbraio 2017;
- Verbali delle riunioni degli organi sociali di CR Ravenna e Argentario successivi al 31 dicembre 2016 (Assemblea dei Soci, Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale);
- Corrispondenza di CR Ravenna e Argentario con le Autorità di Vigilanza (Consob, Bankit, etc...) intercorsa nel corso del 2017;
- Elementi contabili e statistici nonché ogni altra documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

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

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

Gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, tenuto conto delle caratteristiche distintive delle Società, hanno utilizzato le seguenti metodologie:

- a. CR Ravenna: Dividend Discount Model ("DDM") nella variante Excess Capital. Tale metodo, ampiamente adottato nella prassi nazionale ed internazionale nel caso di banche e altre società di natura finanziaria, stabilisce che il valore di un'azienda è dato dal valore attuale dei dividendi teoricamente distribuibili determinati sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali minimi imposti dall'Autorità di Vigilanza;
- b. Argentario: Somma delle Parti ("SOP"). Tale metodo è solitamente utilizzato per la determinazione del valore economico di holding di partecipazioni e di società di investimento il cui valore è strettamente riconducibile al portafoglio delle partecipazioni detenute. Tale metodologia consiste nel valutare separatamente le diverse aree di attività aziendale e nel sommare successivamente i valori ottenuti. Le diverse aree di attività, oltre ad avere caratteristiche individuali e presentare differenti profili di rischio, possono attraversare differenti fasi di sviluppo. Dal punto di vista

metodologico, il metodo SOP può essere assimilabile al Metodo Patrimoniale (o Metodo del Patrimonio Netto), ove il valore della società sia fatto corrispondere alla somma dei valori delle partecipazioni detenute da Argentario, utilizzando per ciascuna la metodologia più appropriata. Tenuto conto della natura delle società partecipate da Argentario, gli Amministratori hanno ritenuto opportuno valutare banca di Imola S.p.A., Banco di Lucca e del Tirreno S.p.A. e Italcresi S.p.A. con il metodo del DDM, mentre Sorit S.p.A. e Consultinvest S.p.A. sono state valutate con il Metodo Reddittuale analitico.

Ai fini della Fusione, i valori di CR Ravenna e Argentario sono stati stimati in ottica *stand-alone*, ovvero senza considerare gli eventuali effetti che potrebbero derivare dall'operazione.

Di seguito si riporta una descrizione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori con il supporto del Consulente.

4.1.1. Valore di CR Ravenna

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, per la determinazione del valore di CR Ravenna, hanno fatto riferimento al metodo Dividend Discount Model, nell'accezione Excess Capital.

Tale metodologia assume che il valore di una società sia pari alla somma di:

- a. valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti, senza incidere sul livello di patrimonializzazione necessario a mantenere lo sviluppo futuro atteso;
- b. valore attuale del "Terminal Value", ovvero il valore delle società al termine del periodo di previsione analitica dei flussi.

Il DDM stima quindi il valore di una società (W) sulla base della seguente formula:

$$W = DIV_a + TV_a$$

dove:

DIV_a = valore attuale dei dividendi previsti in un determinato orizzonte temporale (periodo esplicito);

TV_a = valore attuale del Terminal Value calcolato quale valore di una rendita perpetua del dividendo distribuibile nel lungo periodo.

In particolare il Terminal Value è calcolato sulla base della formula di Gordon-Shapiro:

$$TV = DIV_{t+1} / (K_e - g)$$

Dove:

DIV_{t+1} = dividendo normalizzato, calcolato sulla base dei requisiti di vigilanza;

K_e = costo del capitale proprio della società;

g = tasso di crescita di lungo periodo

Fase 1 - Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2017-2021, gli Amministratori con il supporto del Consulente hanno fatto riferimento al Piano Industriale 2017-2021, che rappresenta l'aggiornamento ed estensione al 2021 del Piano Industriale 2016-2020 del Gruppo CR Ravenna ed hanno determinato i flussi di dividendi teoricamente distribuibili, ipotizzando un CET1 Ratio target pari all'8,5%.

Fase 2 - Determinazione del tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione dei flussi ("costo del capitale proprio") corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio

(ke) ed è stato calcolato dal Consulente sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), secondo la seguente formula:

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

dove:

R_f = rappresenta il *risk-free rate*, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio assunto pari alla media a 6 mesi, a partire dal 15 febbraio 2017 del rendimento lordo dei BTP decennali;

Beta = rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità di un titolo rispetto al mercato). Il fattore Beta è considerato pari a 1,20 ed è stato determinato sulla base dei dati storici rinvenuti da un campione di banche ritenute comparabili;

$R_m - R_f$ = rappresenta il *market premium*, ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk-free* pari al 5,6%).

Il risultato della metodologia esposta è un tasso di attualizzazione pari all'8,6%.

Fase 3 – Calcolo del Terminal Value

Il Terminal Value è stato determinato dagli Amministratori, con il supporto del Consulente, attraverso la formula di Gordon-Shapiro ipotizzando un tasso di crescita di lungo periodo "g" pari all'1,75%, un Ke pari all'8,6% ed un CET1 Ratio Target dell'8,5%.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati, gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, hanno effettuato analisi di sensitività in funzione di un differenziale di +/- 25 bps del costo del capitale proprio e del tasso di crescita di lungo.

4.2.2. Valore di Argentario

Il valore di Argentario è stato determinato attraverso l'applicazione della metodologia SOP, la quale, come detto in precedenza, consiste nel valutare separatamente le diverse aree di attività aziendale e sommare successivamente i valori ottenuti.

Dal punto di vista metodologico, il metodo SOP può essere assimilabile al Metodo Patrimoniale (o metodo del patrimonio netto), ove il valore della società sia fatto corrispondere alla somma dei valori delle partecipazioni detenute e singolarmente valutate.

L'approccio SOP permette di stimare il valore delle diverse partecipazioni detenute da Argentario, utilizzando per ciascuna la metodologia di valutazione più opportuna.

Per la valutazione delle partecipazioni detenute da Argentario, gli Amministratori con il supporto del Consulente, hanno utilizzato differenti metodologie, al fine di pervenire ad una valutazione che tenesse conto delle diverse tipologie di attività e del differente stadio di sviluppo che ciascuna attività ha raggiunto rispetto all'andamento dei singoli mercati.

Le metodologie impiegate, ai fini della determinazione del valore delle diverse partecipazioni detenute da Argentario, sono costituite da: metodo del DDM sopradescritto e dal metodo reddituale.

Secondo il metodo reddituale, il valore di un'azienda deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Il reddito atteso viene determinato attraverso la definizione di una funzione di capitalizzazione, in base alla quale il valore dell'impresa si suppone formato dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

Di seguito si riporta una tabella descrittiva delle partecipazioni detenute in Argentario, con indicazioni, per ciascuna della metodologia di valutazione applicata e dei parametri valutativi utilizzati dagli Amministratori con il supporto del Consulente. Ai fini della determinazione del valore delle singole partecipazioni gli Amministratori, con il supporto del Consulente, hanno fatto riferimento ai piani delle singole società partecipate che confluiscono nel Piano Industriale di CR Ravenna.

Ai fini della determinazione del valore di Argentario, gli Amministratori con il supporto del Consulente, hanno inoltre tenuto conto di:

- una distribuzione straordinaria di riserve, pari a Euro 5,0 milioni;
- costi di holding che riflettono il costo della struttura operativa che impatta l'attività di Argentario. Tali costi, pari ad Euro 6,5 milioni nel valore centrale, sono stati stimati a partire dalle proiezioni economiche e finanziarie di Argentario 2017-2021.

In entrambe le metodologie utilizzate ed ai fini della stima dei costi di holding, il valore dei flussi è stato determinato sulla base di un costo del capitale (Ke) pari all'8,6%.

Partecipazioni	Tipo	% di partecipazione	Metodologia di valutazione	Ke	Tasso di crescita	Requisito patrimoniale
Banca di Imola S.p.A.		58,0%	DDM	8,6%	1,8%	Cet 1 ratio: 8,5% o 10,5% in assenza di Tier 2
Banco di Lucca e del Tirreno S.p.A.		88,9%	DDM	8,6%	1,8%	
Italcredi S.p.A.		70,0%	DDM	8,6%	1,8%	
Consultinvest S.p.A.		50,0%	Reddituale	8,6%	1,8%	n.a.
Sorit S.p.A.		81,7%	Reddituale	8,6%	1,8%	n.a.
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.	AFS	0,0%	Valore di carico			
Domus Nova S.p.A.	AFS	10,0%	Valore di carico			
Rosetti Marino S.p.A.	AFS	1,3%	Valore di carico			
Sapir S.p.A.	AFS	7,2%	Valore di carico			
Costi di Holding ^(*)	AFS		Reddituale	8,6%	1,8%	n.a.

Per meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati, gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, hanno effettuato analisi di sensitività in funzione di un differenziale di +/- 25 bps del costo del capitale proprio e del tasso di crescita di lungo.

5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Le valutazioni svolte dagli Amministratori, anche con l'assistenza e il supporto del Consulente, devono essere considerate alla luce delle seguenti difficoltà di valutazione:

- uso di dati previsionali: le metodologie di valutazione adottate, oltre a fare riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate sul Piano Industriale del Gruppo. I dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico;
- complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati: i metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate.

6. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAGLI AMMINISTRATORI

Sulla base di quanto descritto in precedenza e delle indicazioni del Consulente gli Amministratori hanno individuato i seguenti intervalli di valore per azione delle Società.

CR Ravenna	Min	Centrale	Max
Equity Value (€mln)	484,2	501,3	520,9
Numero azioni (mln)		29,1	
Numero azioni proprie (mln)		0,3	
Prezzo per azione (€)	16,80	17,39	18,07

Argentario	Min	Centrale	Max
Equity Value (€mln)	146,3	153,4	161,3
Numero azioni (mln)		149,4	
Numero azioni proprie (mln)		-	
Prezzo per azione (€)	0,98	1,03	1,08

Gli Amministratori, condividendo le indicazioni del Consulente, le hanno assunte come riferimento delle determinazioni di loro competenza, individuando il seguente intervallo del Rapporto di Cambio espresso come numero di azioni ordinarie di Argentario per ogni azione ordinaria di CR Ravenna.

Rapporto di cambio	Min	Centrale	Max
n. azioni Argentario per n. 1 azione CR Ravenna	15,55	16,94	18,45

Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati i valori per azione minimi di CR Ravenna con i valori per azione massimi di Argentario e i valori per azione massimi del CR Ravenna con i valori per azione minimi di Argentario.

Gli Amministratori alla luce delle considerazioni sviluppate in precedenza e fatte proprie le valutazioni e le conclusioni del Consulente, tenuto conto del profilo strategico dell'Operazione, hanno determinato il Rapporto di Cambio in n. 16,94 azioni ordinarie di Argentario per n. 1 azione ordinaria di CR Ravenna.

Tale valore, a giudizio degli Amministratori, esprime in misura corretta i valori relativi delle stesse e tiene conto, nel modo più appropriato, delle particolarità di ciascuna: della struttura patrimoniale, della redditività attesa, delle prospettive di crescita, emerse nell'applicazione dei diversi criteri di valutazione.

Viene previsto un conguaglio in denaro nel caso in cui l'applicazione del suddetto Rapporto di Cambio porti ad un risultato matematico non unitario. In quest'ultima ipotesi, il valore del conguaglio sarà equivalente a Euro 1,03 per ogni azione Argentario.

7. LAVORO SVOLTO

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

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

- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, assumono come base di riferimento ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile, le situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2016 di CR Ravenna e di Argentario, corrispondenti a quelle risultanti dai rispettivi progetti di bilancio alla suddetta data, che sono stati successivamente da noi assoggettati a revisione contabile. Pertanto, con riferimento a tali bilanci, abbiamo tenuto conto delle informazioni acquisite nel corso della revisione in merito ai principi contabili utilizzati e ai fatti salienti concernenti la redazione degli stessi, svolgendo altresì analisi critiche degli ammontari in essi esposti e degli indici di bilancio da essi ricavabili, nonché riscontri degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci dell'esercizio 2015.

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

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

- Fermi restando l'incertezza ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni di CR Ravenna e di Argentario i criteri utilizzati per la redazione dei dati economici e patrimoniali prospettici 2017-2021, anche al fine di verificare l'applicazione di criteri omogenei nella loro determinazione.
- Abbiamo verificato la distribuzione straordinaria di riserve mediante utilizzo della "riserva utili non distribuiti", pari a Euro 4,973 milioni, deliberata dall'Assemblea ordinaria di Argentario del 13 marzo 2017.
- Abbiamo infine analizzato la restante documentazione elencata al precedente paragrafo 3.

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

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

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verifica della completezza e dell'omogeneità delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 3;
- verifica della correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni del Consulente;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificarne l'impatto sul Rapporto di Cambio al variare delle ipotesi, dei parametri e dei pesi utilizzati dal Consulente;
- colloqui con il Consulente, con il quale abbiamo discusso l'attività di analisi da questo svolta sulle Società, con particolare riferimento ai parametri considerati in ciascuna valutazione e al grado di sostenibilità attribuita dal Consulente alle assunzioni su cui si basano i dati economici e patrimoniali prospettici 2017-2021 sottostanti le valutazioni.

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

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

Gli Amministratori si sono avvalsi per la determinazione del Rapporto di Cambio del Consulente, che ha svolto le valutazioni in modo autonomo.

Ciò premesso, esprimiamo le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su base *stand-alone* e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie rivenienti dalla Fusione, che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti/soci. Tale impostazione è generalmente seguita in analoghe valutazioni ed è prassi condivisa nel caso di operazioni di fusione;
- i metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore bancario e finanziario, sia a livello nazionale che internazionale;
- nel caso di specie, la stima dei valori relativi delle Società è stata effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi per la Società Incorporante e per la Società Incorporata. Al riguardo, il principio dell'omogeneità dei criteri di valutazione per le società coinvolte nella Fusione non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi valutativi identici per tutte le entità interessate dalla fusione quanto piuttosto l'adozione di criteri e metodi che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione del rapporto di cambio.
- La Società Incorporante è stata valutata secondo la metodologia finanziaria del *Dividend Discount Model* che consente di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo DDM è una prassi condivisa nel settore finanziario, nel quale la misura dei flussi di cassa di pertinenza degli azionisti è influenzata dal livello di patrimonializzazione richiesto dalle Autorità di Vigilanza. La scelta effettuata dagli Amministratori risulta, nelle circostanze, motivata e ragionevole.
- La Società Incorporata è stata valutata con il metodo della *Soma delle Parti (SOP)*. Tale metodologia, comunemente utilizzata nella prassi internazionale, consente di apprezzare il valore di una società come sommatoria delle diverse "componenti di valore" che la caratterizzano. Nel caso di specie, tale metodologia permette di valorizzare l'Argentario come somma dei valori attribuibili alle diverse partecipazioni che le compongono considerando per ciascuna i metodi di valutazione ritenuti più appropriati tra quelli normalmente utilizzati nella prassi valutativa (DDM, metodo reddituale). Le scelte effettuate dagli Amministratori risultano, nelle circostanze, motivate e ragionevoli.

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

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

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

- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, con il supporto del Consulente, hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalla Direzione. Tali dati sono per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche, a fenomeni esogeni all'azienda e sono altresì basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. I suddetti fattori di incertezza sono attualmente accresciuti dalla situazione di turbolenza dei mercati finanziari e dall'incertezza del quadro macroeconomico globale;
- nell'applicazione dei metodi di valutazione gli Amministratori, con il supporto del Consulente, hanno

utilizzato nell'ambito della determinazione del tasso di attualizzazione dati relativi a quotazioni di mercato che sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze dei mercati.

- Ai fini della determinazione del rapporto di cambio gli Amministratori hanno ritenuto di utilizzare un'unica metodologia valutativa per entrambe le Società, senza utilizzare un metodo di controllo. Si evidenzia al riguardo che la prassi in materia valutativa indica generalmente come opportuno il ricorso a una pluralità di metodologie consentendo in tal modo di sottoporre a verifica le risultanze cui si è pervenuti. Peraltro, pur avendo usato un unico metodo, gli Amministratori hanno svolto delle analisi di sensitivity che hanno di fatto consentito di svolgere una verifica sui risultati delle valutazioni.

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

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 9, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli amministratori di CR Ravenna di Argentario, anche sulla base delle indicazioni del Consulente, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio contenuto nel Progetto di Fusione pari a n. 1 azione ordinaria della Società Incorporante, da nominali Euro 6,00 cadauna² e avente godimento regolare, per ogni 16,94 azioni ordinarie della Società Incorporanda, fermo restando l'eventuale conguaglio in denaro (pari ad un valore di Euro 1,03 per azione), nel caso in cui il Rapporto di Cambio porti ad un risultato non unitario.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Michele Masini
Socio

Bologna, 12 giugno 2017

² Come richiamato nel capitolo 3, in data 13 marzo 2017 l'Assemblea dei Soci della Cassa di Risparmio di Ravenna ha deliberato un aumento gratuito del capitale sociale da Euro 174.660.000,00 ad Euro 343.498.000,00 mediante aumento del valore nominale unitario delle azioni da Euro 6,00 ad Euro 11,80 con utilizzo di riserve, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2442 del Codice Civile, senza modificare il numero delle azioni e pertanto senza impatti sul concambio determinato.