

25

Allegato "C" all'atto  
in data 30.7.2014  
n. 66662/11544 rep.

Allegato "A" all'atto  
in data 30.6.2014  
n. 66529/11495 rep.

**Credito Valtellinese S.c.**

Valutazione ex art. 2343-ter del Codice Civile  
al 31 marzo 2014 del conferendo ramo  
d'azienda relativo ad un parte delle attività di  
leasing del Gruppo Creval in Alba Leasing  
S.p.A.

Handwritten signatures and initials in black ink, including a large signature at the top, a smaller signature in the middle, and another signature at the bottom.

## PREMESSA

In data 24 marzo 2014 Credito Valtellinese S.c. (Creval o Credito Valtellinese o Banca o Conferente) e Alba Leasing S.p.A. (Albaleasing o Alba o Conferitaria e congiuntamente a Creval le Parti) hanno sottoscritto un accordo quadro per lo sviluppo di un'alleanza strategica nel settore della locazione finanziaria (Accordo Quadro) che prevede:

- i) il conferimento di un ramo di azienda relativo ad un parte delle attività di leasing del Gruppo Creval in Alba Leasing (Conferimento) in sottoscrizione e integrale liberazione di un aumento di capitale riservato alla Banca, appositamente deliberato da Albaleasing, pari a Euro 32.953.058,13 che verrà effettuato mediante emissione di n. 28.450.000 nuove azioni ordinarie di Albaleasing prive del valore nominale (Aumento di Capitale) rappresentanti l'8,0492% del capitale sociale di Alba Post Conferimento (Partecipazione Creval in Alba).

Fino ad oggi il Gruppo Creval ha svolto le attività di leasing attraverso Mediocreval S.p.A. (Mediocreval), società che, in un'ottica di semplificazione della struttura del Gruppo verrà incorporata (tramite fusione) nella controllante Creval con efficacia antecedente (31 luglio 2014) al Conferimento (Fusione).

- ii) La stipula di accordi commerciali per la distribuzione, da parte delle banche territoriali del Gruppo Creval, dei prodotti leasing di Alba Leasing.

Il ramo oggetto del Conferimento, attualmente di titolarità di Mediocreval, è composto da una parte dei contratti di leasing attualmente di Mediocreval, dai crediti, debiti, obbligazioni, altre passività, fondi, cespiti, immobiliari o mobiliari, oggetto dei contratti inclusi nel ramo, nonché da personale dipendente (Ramo o Ramo Leasing). Prima della data di efficacia del Conferimento è previsto che intervenga l'efficacia della Fusione per incorporazione di Mediocreval in Creval. La società conferente sarà dunque Creval che, per effetto della Fusione, diverrà titolare del Ramo.

In data 9 giugno 2014, Albaleasing, prendendo atto del perimetro di conferimento, ha approvato la proposta, da sottoporre all'assemblea straordinaria dei soci, di Aumento di Capitale.

Nell'ambito del Conferimento Credito Valtellinese ha affidato a Deloitte Financial Advisory S.r.l. (Deloitte o l'Esperto) l'incarico di redigere la relazione sul valore del Ramo che verrà conferito da Creval in Alba ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile (Valutazione), secondo i principi e criteri generalmente riconosciuti nelle valutazioni ai fini di conferimento.

26 giugno 2014

Credito Valtellinese S.c.

2

L'indice della Valutazione è il seguente:

<b>1. OGGETTO, DOCUMENTAZIONE E FINALITÀ DELL'INCARICO</b>	<b>3</b>
1.1 DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE.....	3
1.2 OGGETTO E FINALITÀ DELL'INCARICO .....	3
1.3 DATA DI RIFERIMENTO .....	4
1.4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	4
<b>2. LA SOCIETÀ CONFERENTE E LA SOCIETÀ CONFERITARIA</b>	<b>5</b>
2.1 LA SOCIETÀ CONFERENTE.....	5
2.2 LA SOCIETÀ CONFERITARIA.....	7
<b>3. DESCRIZIONE DEL RAMO CONFERITO</b>	<b>8</b>
3.1 IL RAMO LEASING.....	8
3.2 LE PROIEZIONI 2014-2018 .....	10
<b>4. ATTIVITÀ DI ANALISI E VERIFICA SVOLTE SUL RAMO CONFERITO</b>	<b>13</b>
<b>5. PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE</b>	<b>13</b>
<b>6. CRITERI DI VALUTAZIONE</b>	<b>14</b>
6.1 PREMESSA .....	14
6.2 CRITERI DI VALUTAZIONE .....	14
6.3 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE .....	16
<b>7. STIMA DEL VALORE DEL RAMO OGGETTO DEL CONFERIMENTO</b>	<b>17</b>
7.1 APPLICAZIONE DEL DIVIDEND DISCOUNT MODEL .....	17
<b>8. CONCLUSIONI</b>	<b>19</b>

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

3

## 1. OGGETTO, DOCUMENTAZIONE E FINALITÀ DELL'INCARICO

### 1.1 Descrizione dell'Operazione

L'operazione in oggetto si inserisce, come già ricordato, nell'ambito del progetto di sviluppo di un'alleanza strategica tra il Gruppo Creval ed Alba nel settore della locazione finanziaria (Progetto Leasing) che prevede, subordinatamente al perfezionamento della Fusione, il Conferimento da parte di Creval a favore di Albaleasing, del Ramo Leasing in sottoscrizione e integrale liberazione dell'Aumento di Capitale.

Attraverso il Progetto Leasing le Parti intendono:

- massimizzare l'efficacia commerciale della società risultante dall'integrazione tra Albaleasing e le attività di leasing del Gruppo Creval funzionali al Progetto Leasing (Alba Post Integrazione), da un lato, attraverso la messa in comune della rete distributiva costituita dall'insieme degli sportelli delle banche socie di Albaleasing e degli sportelli del Gruppo Creval, nonché dagli accordi di distribuzione con banche terze e, dall'altro lato, mediante l'ampliamento della base clienti;
- cogliere i benefici che si creeranno in termini di sinergie ed economie di scala;
- far beneficiare Alba Post Integrazione delle best practices maturate e sviluppate da Albaleasing e dal Gruppo Creval;
- rafforzare la creazione di un polo aggregante nel settore del leasing in Italia;
- conseguire l'obiettivo di Alba Post Integrazione di divenire quanto più possibile autosufficiente con riguardo al finanziamento delle proprie attività nel settore leasing.

### 1.2 Oggetto e finalità dell'incarico

Oggetto dell'incarico è la valutazione del Ramo Leasing ai fini del Conferimento nel contesto della nomina dell'Esperto effettuata dalla Conferente ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Codice Civile. Come disposto dal comma 3 del citato articolo *"Chi conferisce beni o crediti ai sensi del primo e secondo comma presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti e la sussistenza, per i conferimenti di cui al secondo comma, delle condizioni ivi indicate"*.

Le condizioni richiamate risultano verificate quando *"il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti, sia pari o inferiore : [...] b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità"*.

Con riferimento ai requisiti richiesti all'Esperto ai fini della Valutazione si conferma che Deloitte, società specializzata anche nelle valutazioni d'azienda, è in possesso dei requisiti professionali e di indipendenza richiesti dall'art. 2343-ter del Codice Civile per la Valutazione. In particolare, l'Esperto firmatario della presente relazione è socio di Deloitte, dove ha maturato una vasta esperienza in materia valutativa nei settori dei servizi, finanziari e non, o industriale nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria ed è indipendente rispetto al Conferente, nonché ai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul Conferente e rispetto alla Conferitaria, non avendo ravvisato conflitti d'interesse rispetto a tali parti nell'assunzione del presente incarico.

La Valutazione contiene una descrizione del Ramo oggetto di Conferimento, l'indicazione dei criteri di valutazione adottati e la stima del valore del Ramo come riferimento ai fini del Conferimento.

Nel contesto del Conferimento, la Valutazione richiesta all'Esperto è volta ad accertare l'integrità del capitale sociale posto a tutela dei terzi, che pongono affidamento nella sua effettiva esistenza. In considerazione di tale finalità, la Valutazione ai fini del conferimento del Ramo Leasing è stata

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

4

effettuata attraverso l'applicazione prudente di criteri di valutazione riconosciuti dalla prassi e teoria valutativa, in modo da evitare che attraverso valutazioni esagerate il patrimonio della Conferitaria posto a garanzia dei terzi possa risultare alterato.

I valori cui si perviene devono essere considerati nell'accezione di valori intrinseci, prescindendo quindi dalla natura delle parti, dalla loro forza contrattuale, dagli specifici interessi perseguiti e da eventuali negoziazioni intervenute fra le stesse.

Come si evince dal verbale del Consiglio di Amministrazione di Albaleasing del 9 giugno 2014, l'Aumento di Capitale proposto a fronte del conferimento del Ramo Leasing in Alba è fissato in Euro 32.953.058,13, pari al valore economico del Ramo Leasing stimato da Alba al 31 marzo 2014.

Di conseguenza, si ritengono raggiunti gli scopi dell'art. 2343-ter del Codice Civile nel caso in cui il valore stimato dall'Esperto del Ramo oggetto di conferimento non sia inferiore al valore dell'Aumento di Capitale.

La Valutazione è stata predisposta ai fini di quanto previsto dall'art. 2343-ter del Codice Civile al solo scopo di fornire indicazioni e riferimenti utili ai fini della Valutazione del Ramo. La presente Valutazione non potrà essere utilizzata per nessun altro fine né da alcun soggetto diverso dal Credito Valtellinese, da Albaleasing e dall'Assemblea dei Soci di Alba.

Credito Valtellinese e Albaleasing valuteranno autonomamente come utilizzare le conclusioni espresse dall'Esperto nella Valutazione. Inoltre, ogni scelta e decisione in merito alla valutazione del Ramo e, più in generale, delle motivazioni, implicazioni strategiche, commerciali, contabili, fiscali, legali e regolamentari del Conferimento restano di esclusiva competenza e responsabilità di Creval.

### 1.3 Data di riferimento

La data di riferimento della stima è il 31 marzo 2014 (Data di Riferimento). La Valutazione del Ramo Leasing è stata predisposta sulla base della situazione patrimoniale di conferimento al 31 marzo 2014 (Situazione Patrimoniale di Conferimento) predisposta da Creval e delle proiezioni economico-finanziarie per il periodo 2014-2018 del Ramo (Proiezioni 2014-2018) predisposte dalla Banca, come di seguito specificato.

Non siamo venuti a conoscenza di circostanze o eventi che comportino effetti di rilievo su quanto considerato ai fini della Valutazione nel periodo intercorso fra la data di riferimento della Situazione Patrimoniale di Conferimento e la data della Valutazione.

Le opinioni espresse nella presente Valutazione si basano necessariamente sulle informazioni economico-finanziarie e sulle condizioni dei mercati finanziari disponibili e valutabili alla data odierna. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Valutazione.

### 1.4 Documentazione utilizzata

Ai fini della predisposizione della Valutazione, è stata utilizzata la seguente documentazione, fornita da Credito Valtellinese o pubblicamente disponibile.

- Accordo Quadro e relativi allegati.
- Bilancio di Mediocreval al 31 dicembre 2013.
- Bilancio del Gruppo Creval al 31 dicembre 2013.
- Situazione Patrimoniale di Conferimento del Ramo al 31 marzo 2014.
- Dettagli relativi ai contratti di leasing ricompresi nel Ramo Leasing al 31 marzo 2014.
- Dati di conto economico e stato patrimoniale al 31 marzo 2014 di Mediocreval.
- Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2014 del Gruppo Creval.

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

5

- Proiezioni 2014-2018 del Ramo Leasing predisposte dalla Direzione del Credito Valtellinese (Proiezioni 2014-2018).
- Draft del Piano industriale di Alba Post Integrazione, definito dalle Parti, datato 24 marzo 2014, allegato all'Accordo Quadro.
- Altri documenti ed attestazioni verbali ottenuti nel corso di incontri con la Direzione di Creval.

Le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state analizzate in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Nella fattispecie l'Esperto ha proceduto unicamente ad un'analisi di ragionevolezza delle principali ipotesi sottostanti le informazioni ricevute, di riconciliazione dei saldi contabili e di ragionevolezza delle principali grandezze economiche e patrimoniali di natura gestionale.

Non sono state svolte procedure autonome di revisione contabile sulla Situazione Patrimoniale di Conferimento del Ramo, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nei bilanci.

Le nostre analisi sono state predisposte sulla base della documentazione raccolta e messa a nostra disposizione da Creval, che rimane responsabile dell'accuratezza e della completezza della stessa. Non si è proceduto a riscontri o verifiche di tipo contabile, nel presupposto della correttezza, completezza ed accuratezza dei dati forniti, se non entro i limiti indicati nella successiva Sezione 4 della presente Valutazione.

I risultati delle nostre analisi, ferma la loro valenza ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, non potranno pertanto essere in alcun modo considerati come una promessa o un'assicurazione sulla consistenza patrimoniale o sulle prospettive future del Ramo.

La Valutazione prende a riferimento le proiezioni economico-finanziarie 2014-2018 del Ramo elaborate dalla Direzione del Credito Valtellinese. Eventi attualmente non prevedibili relativi alle assunzioni di tali proiezioni potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La nostra stima è pertanto valida alla data della presente Valutazione.

La valutazione del Ramo è stata sviluppata in ipotesi "stand alone", considerando il Ramo nella sua condizione attuale, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie con eventuali future attività operative facenti capo ad Albaleasing.

Si è inoltre ricevuta attestazione dalla Direzione di Creval che, per quanto a sua conoscenza, i dati e le informazioni ricevute sono le più aggiornate disponibili con riferimento alla situazione del Ramo Leasing ai fini della Valutazione.

## 2. LA SOCIETA' CONFERENTE E LA SOCIETA' CONFERITARIA

### 2.1 La società Conferente

Credito Valtellinese S.c. è la capogruppo dell'omonimo gruppo bancario popolare fondato a Sondrio nel 1908, ad oggi tra le prime 10 banche popolari in Italia. Il Gruppo opera sul territorio nazionale in 11 regioni con 541 filiali, ripartite tra le proprie banche territoriali - Credito Valtellinese, Credito Siciliano S.p.A. e Carifano S.p.A. - e 4.330 dipendenti. L'operatività bancaria è prevalentemente rivolta a famiglie e PMI, per un totale di oltre 910 mila clienti.

Creval è quotata sul Mercato Telematico Azionario (MTA) gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Il gruppo annovera oltre 150 mila soci e azionisti.

La principale attività del Gruppo è il commercial banking, in particolare nel comparto retail. Il Gruppo è inoltre attivo, tramite società prodotte specializzate, in aree di business quali il leasing, la finanza d'impresa, la gestione dei non performing loans, nella bancassurance e nel brokerage assicurativo e nei

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

6

servizi per enti pubblici locali. Completano il perimetro del Gruppo società di servizi strumentali nei settori ICT e immobiliare.

Al 31 marzo 2014 il Gruppo Creval ha evidenziato:

- volumi di raccolta complessiva pari a circa Euro 31,9 miliardi, sostanzialmente in linea rispetto al 31 dicembre 2013 (+0,5%). La raccolta diretta pari a Euro 20,3 miliardi ha evidenziato una riduzione rispetto al 31 dicembre 2013 (-1,6%) principalmente per effetto della riduzione delle operazioni con la Cassa di Compensazione e Garanzia; tale riduzione è stata compensata da una crescita della raccolta indiretta (+4,3%), pari al 31 marzo 2014 a Euro 11,6 miliardi, trainata in particolare dal comparto del risparmio gestito (Euro 5,5 miliardi, +6,6%);
- crediti verso la clientela pari a circa Euro 19,4 miliardi, con una dinamica in calo (-3,9%) rispetto al 31 dicembre 2013 da mettere in relazione alla ridotta domanda di credito connessa al ciclo congiunturale recessivo e ad una restrizione nell'erogazione del credito connessa al peggioramento del rischio di credito;
- con riferimento alla qualità del credito, un ammontare dei crediti deteriorati, al netto delle rettifiche di valore, di circa Euro 2,9 miliardi (+7,3% rispetto al 31 dicembre 2013), con un'incidenza sul totale del portafoglio crediti del 15,1% (13,6% al 31 dicembre 2013). La percentuale di copertura dei crediti deteriorati risulta in calo al 33,3%, (-40 bps) con il coverage delle sofferenze pari al 57,3% (57,9% al 31 dicembre 2013) e una percentuale di copertura degli incagli in aumento da 16,3% a 15,9%;
- un patrimonio netto pari a Euro 1.960 milioni, in crescita del 2,7% rispetto al 31 dicembre 2013;
- un Tier 1 Ratio pari al 9,2%<sup>1</sup> (8,1%<sup>2</sup> al 31 dicembre 2013) e un Total Capital Ratio pari al 12% (11,5% al 31 dicembre 2013);
- un margine di interesse pari a circa Euro 127 milioni (+18,0% rispetto al primo trimestre 2013). L'incremento del margine è legato ad azioni di repricing e ricomposizione delle forme di raccolta più onerose, volte a contrastare il livello dei tassi di interesse a breve termine, la contrazione dei crediti alla clientela e la riduzione del portafoglio titoli;
- un risultato dell'attività di negoziazione, copertura, cessione e riacquisto in aumento a Euro 30,6 milioni (+177,9% rispetto al primo trimestre 2013) per effetto del favorevole andamento dei mercati finanziari e degli utili realizzati sui titoli governativi in portafoglio;
- un costo del rischio<sup>3</sup> in aumento a 205 bps (132 bps al 31 dicembre 2013), sia per effetto del perdurare della recessione economica, sia per assunzioni più conservative nella valutazione dei crediti deteriorati;
- oneri operativi pari a Euro 126,3 milioni, in calo dell'1,3% rispetto al primo trimestre 2013 principalmente per effetto delle spese per il personale, in calo a Euro 74,9 milioni (-1,6%);
- un cost/income ratio del 54,1%, in progressivo calo rispetto al 31 dicembre 2013 (60,8%) e al primo trimestre 2013 (67,0%);
- un utile netto consolidato pari a Euro 0,8 milioni (Euro 0,3 milioni nel primo trimestre 2013).

Nell'ambito del Gruppo Creval, Mediocreval è la banca specializzata nei finanziamenti a medio e lungo termine per le imprese, nella finanza d'impresa e nell'attività di leasing. Al 31 marzo 2014 Mediocreval evidenzia:

- crediti verso la clientela, al netto degli accantonamenti ai fondi svalutazione crediti, pari a Euro 1.962,5 milioni (-2,2% rispetto a dicembre 2013) di cui Euro 264,9 milioni di finanziamenti a

<sup>1</sup> Calcolato applicando le regole di Basilea 3.

<sup>2</sup> Calcolato applicando le regole di Basilea 2.

<sup>3</sup> Calcolato come rapporto annualizzato tra rettifiche di valore nette per deterioramento dei crediti e impieghi di fine periodo (Crediti verso la clientela + Attività non correnti e gruppi di attività in via di dismissione).

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

7

medio-lungo termine (mutui ipotecari), Euro 1.005,1 milioni circa rappresentato da operazioni di locazione finanziaria (leasing) ed Euro 692,5 milioni circa di altri crediti;

- volumi di raccolta, prevalentemente rappresentata da obbligazioni sottoscritte da banche del Gruppo Creval, pari a Euro 1.059,9 milioni, in aumento rispetto a fine 2013;
- un patrimonio netto pari a circa Euro 180,1 milioni;
- margine di interesse pari a Euro 6,1 milioni in aumento rispetto al primo trimestre 2013(+24,4%);
- un costo del rischio in riduzione a 25 bps (71 bps al 31 dicembre 2013);
- oneri operativi pari a Euro 1,7 milioni, in riduzione del 9,3% rispetto al primo trimestre 2013 principalmente per effetto della riduzione delle spese per il personale;
- un cost income pari al 20,4%, in riduzione rispetto al primo trimestre 2013 (32,3%);
- un utile netto pari a Euro 5,5 milioni (Euro 3,8 milioni nel primo trimestre 2013);
- un numero di dipendenti pari a 29.

## 2.2 La società Conferitaria

Albaleasing è stata costituita in data 5 agosto 2009 e, con effetto dal 31 dicembre 2009, ha ricevuto per conferimento da Banca Italease S.p.A. un ramo d'azienda attivo nel settore del leasing comprendente l'insieme delle attività, passività ed i relativi rapporti giuridici (la cui componente attiva principale è rappresentata da crediti in bonis verso la clientela relativi a contratti di leasing).

Alba svolge nei confronti del pubblico attività finanziaria, ai sensi dell'articolo 106 del TUB, con riguardo all'attività di concessione di finanziamenti al pubblico ed, in particolare, sotto forma di locazione finanziaria (leasing) ed è, a tal fine, iscritta nell'elenco generale degli intermediari finanziari previsto dall'articolo 106 TUB e nell'elenco speciale degli intermediari finanziari previsto dall'articolo 107 TUB.

Attualmente il capitale sociale di Albaleasing, pari ad Euro 325 milioni, interamente versato e suddiviso in n. 325 milioni di azioni ordinarie prive di valore nominali, è detenuto da:

- Banca Popolare dell'Emilia Romagna S.c. (36,43%);
- Banco Popolare S.c., per il tramite della controllata in via totalitaria Banca Italease S.p.A. (32,79%);
- Banca Popolare di Sondrio S.c. (20,95%);
- Banca Popolare di Milano S.c. (9,83%).

Il portafoglio prodotti di Alba Leasing include, oltre a prodotti di finanziamento in leasing strumentale, per il settore auto, immobiliare e altri settori specialistici (ad esempio nautico e fotovoltaico), i prodotti afferenti all'ex portafoglio Italease, in particolare crediti chirografari e mutui.

La società opera come piattaforma di servizio multi banca distribuendo i propri prodotti tramite:

- 3.288 sportelli delle banche socie Banco Popolare, Banca Popolare dell'Emilia Romagna e Banca Popolare di Sondrio (al 31 marzo 2014 circa il 90% dei volumi di stipulato);
- 1.831 sportelli di 32 banche convenzionate (al 31 marzo 2014 circa il 5% dei volumi di stipulato);
- accordi con altri fornitori e vendor (ad es. Michelin).

Di seguito si riportano i volumi di stipulato della società al 31 marzo 2014 e al 31 dicembre 2013 suddivisi per tipologia.

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

8

Prodotto (Euro mln, valori arrotondati)	31/03/14	%	31/12/13	%
Strumentale	105,9	57%	464,0	57%
Immobiliare	55,8	30%	227,9	28%
Auto	24,2	13%	105,1	13%
Aeronavale	0	0%	15,3	2%
<b>Totale</b>	<b>185,9</b>		<b>812,3</b>	

Fonte: dati Albateasing.

Al 31 marzo 2014 la società ha evidenziato:

- crediti netti alla clientela pari a circa Euro 4.151 milioni, sostanzialmente in linea con il dato di dicembre 2013 (Euro 4.179 milioni);
- con riferimento alla qualità del credito, un ammontare dei crediti deteriorati, al netto delle rettifiche di valore, di circa Euro 604 milioni (+3,6% rispetto al 31 dicembre 2013);
- un margine di interesse pari a circa Euro 18,0 milioni (+3,1% rispetto al primo trimestre 2013);
- rettifiche di valore nette per circa Euro 9,1 milioni, in aumento del 44,1% rispetto allo stesso periodo del 2013 per effetto di una attività di fine tuning svolta sulle esposizioni creditizie deteriorate. Di conseguenza il costo del rischio risulta pari a 88 bps annualizzato (97 bps al 31 dicembre 2013);
- spese amministrative, normalizzate dagli accantonamenti effettuati nel 2013 per riorganizzazione aziendale, in calo a Euro 8,7 milioni (-6,0% rispetto al primo trimestre 2013), per effetto sia della riduzione (-7,6%) delle spese per il personale pari a Euro 5,4 milioni che per la riduzione delle Altre Spese Amministrative (-3,3% rispetto al primo trimestre 2013);
- una perdita netta di esercizio pari a circa Euro -1,5 milioni rispetto a circa Euro -3,3 milioni del primo trimestre 2013;
- un patrimonio netto pari a Euro 384,4 milioni e un tier 1 ratio pari al 9,2%;
- un numero di dipendenti pari a 277 (al netto dei distacchi).

### 3. DESCRIZIONE DEL RAMO CONFERITO

#### 3.1. Il Ramo Leasing

Il Ramo oggetto di Conferimento da parte di Creval è costituito dall'insieme di beni e rapporti giuridici organizzati funzionalmente, tali da consentire lo svolgimento dell'attività di leasing, tra cui:

- una parte dei contratti di leasing, attualmente stipulati tra Mediocreval e la propria clientela, i fondi rettificativi per svalutazioni collettive e i relativi crediti fatturati e non incassati;
- tutti i diritti, incluso il diritto di proprietà, relativi ai beni mobiliari e immobiliari concernenti i contratti di leasing di cui ai precedenti punti;
- Il personale dipendente, pari a n. 3 unità e i relativi debiti e fondi;
- l'indebitamento bancario;
- le altre passività connesse con l'attività del Ramo Leasing.

Alla Data di Efficacia del Conferimento tale perimetro terrà conto degli aggiornamenti conseguenti all'ordinaria gestione del Ramo Leasing delle voci che lo compongono anche a seguito della stipulazione di nuovi contratti di leasing da parte delle reti distributive del Gruppo Creval.

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

9

Con riguardo al complesso aziendale oggetto di Conferimento, Credito Valtellinese ha provveduto a definire i valori contabili al 31 marzo 2014 delle attività e passività che afferiscono al Ramo Leasing. In particolare, la Situazione Patrimoniale di Conferimento evidenzia un valore contabile delle attività pari complessivamente a Euro 421.094.009,31 ed un valore contabile delle passività pari complessivamente a Euro 400.726.063,05. Lo sbilancio patrimoniale del Ramo Leasing alla data del 31 dicembre 2013 risulta, pertanto, essere pari a Euro 20.367.946,26 ed è stato determinato in conformità a quanto infra specificato.

Si riporta di seguito il dettaglio della Situazione Patrimoniale del Ramo Leasing alla Data di Riferimento.

Attività (Euro)	31/03/14
Crediti verso la clientela	421.094.009,31
<b>Totale attività</b>	<b>421.094.009,31</b>

Passività (Euro)	31/03/14
Debito interbancario	400.715.052,02
Altre passività	8.810,11
Trattamento di fine rapporto	1.387,27
Fondi per rischi ed oneri: b) altri fondi	813,65
<b>Totale passività</b>	<b>400.726.063,05</b>

<b>Sbilancio Patrimoniale</b>	<b>20.367.946,26</b>
-------------------------------	----------------------

Fonte: Situazione Patrimoniale di Conferimento.

Si riporta di seguito un'illustrazione delle singole voci componenti la Situazione Patrimoniale del Ramo Leasing alla Data di Riferimento.

## ATTIVITA'

### Crediti

La voce pari a Euro 421.094.009,31 include:

- crediti per contratti di leasing in essere per Euro 419.591.662,32 ,tra cui contratti di leasing su automobili e mezzi di trasporto per attività commerciali, macchine movimento terra impiegate nel settore edilizio, immobili, imbarcazioni, macchinari;
- fondi rettificativi dei crediti leasing accantonati per svalutazioni collettive per Euro -2.285.594,12;
- rate già fatturate, ma non ancora incassate per Euro 6.701.114,90;
- effetto del costo ammortizzato per Euro -126.743,50;
- ratei e risconti legati ai crediti per complessivi Euro -2.786.430,29.

Ramo - Composizione (%)	31/03/14
Strumentale	24%
Immobiliare	69%
Auto	6%
Aeronavale	0,1%

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

10

La Conferente, con la finalità di salvaguardare il principio di immediata liberazione dei conferimenti in natura, previsto dall'art. 2342 del Codice Civile, corrisponderà all'atto del Conferimento, relativamente agli immobili rientranti nel perimetro del Ramo e soggetti a vincolo storico artistico (nonché, ove se ne concretasse la circostanza, agli immobili per i quali non fosse possibile addivenire a valido atto di trasferimento, in sede di Conferimento) in luogo del relativo contratto di locazione finanziaria, ovvero nelle more del trasferimento del medesimo, l'importo di cassa corrispondente.

## PASSIVITA'

### *Debito interbancario*

L'ammontare del debito interbancario, pari a Euro 400.715.052,02 al 31 marzo 2014, è relativo al debito interbancario inerente al Ramo verso la tesoreria del Gruppo Creval ed è stato determinato come differenza tra il Totale attività da un lato e la somma tra le voci delle passività (ad eccezione del debito interbancario) e lo sbilancio patrimoniale fissato ai sensi di quanto previsto di seguito.

### *Altre passività*

La voce pari a Euro 8.810,11 include debiti verso il personale dipendente che rientra nel perimetro del Ramo Leasing.

### *Trattamento di fine rapporto*

La voce pari a Euro 1.387,27 ricomprende il fondo trattamento di fine rapporto maturato al 31 marzo 2014 dal personale dipendente che rientra nel perimetro del Ramo Leasing.

### *Fondi per rischi ed oneri: b) altri fondi*

La voce pari a Euro 813,65 ricomprende il fondo anzianità al 31 marzo 2014 del personale dipendente che rientra nel perimetro del Ramo Leasing.

### *Determinazione dello sbilancio patrimoniale del Ramo Leasing*

Lo sbilancio tra Totale attività e Totale passività di pertinenza del Ramo Leasing al 31 marzo 2014, pari a Euro 20.367.946,26, è stato convenzionalmente determinato, in virtù delle esigenze di corretta patrimonializzazione del Ramo Leasing, nella misura pari al 7% delle attività ponderate per il rischio al 31 marzo 2014, pari a Euro 290.970.660,85.

## 3.2. Le Proiezioni 2014-2018

### *Il mercato del leasing in Italia*

Il 2013 si è chiuso con una ripresa del numero dei nuovi contratti di leasing stipulati nell'anno (+2,5%) che si sono attestati a oltre 278 mila, per un importo complessivo in calo rispetto al 2012 a circa Euro 14,4 miliardi (-12,5%). Il comparto del leasing strumentale ha mostrato una dinamica positiva: a fine anno rappresentava circa la metà dei nuovi contratti (+7,3% rispetto all'anno precedente) e circa il 40% dei volumi. Il comparto auto è risultato nel complesso stabile rispetto all'anno precedente (32% del totale dei volumi di stipulato), mentre per il comparto immobiliare è proseguito il trend di ridimensionamento dei volumi iniziato nel 2007 (dal 46% al 20%)<sup>4</sup>.

Nel corso del 2013, il livello di penetrazione del leasing sui finanziamenti a medio-lungo termine alle imprese è cresciuto al 25%, in aumento rispetto al 2012 (17%) e sostanzialmente in linea con il valore 2009 (26%). L'inversione di tendenza rispetto ai cali costanti del periodo 2008-2012 è riconducibile essenzialmente alla maggiore tenuta del comparto leasing nel finanziamento al settore produttivo italiano rispetto alla stretta creditizia complessiva riscontrata anche nel 2013. Il livello di penetrazione di 25,6% è comunque inferiore ai livelli pre-crisi (variabili tra il 30% del 2002 e il 44% del 2006).<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Fonte: Assilea "Rapporto sul leasing, anno 2013".

<sup>5</sup> Fonte: Assilea "Rapporto sul leasing, anno 2013".

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

11

La serie storica dell'andamento dello stipulato annuale mostra fino al 2007 volumi costantemente in crescita, accompagnati da un aumento contestuale del ticket medio per contratto.

La crescita del mercato italiano del leasing nel periodo 2003-2007 è stata in parte supportata da alcuni fattori non ripetibili in futuro, in particolare da:

- sviluppo di prodotti "speculativi", in particolare per il comparto immobiliare (ad esempio big ticket e contratti sale and lease back);
- una spinta commerciale delle società erogatrici focalizzata su obiettivi di crescita dei volumi con limitata attenzione al profilo di rischio/rendimento.

Entrambi i fattori hanno portato ad un progressivo deterioramento della qualità del portafoglio crediti e allo stesso tempo, il prodotto leasing ha perso appeal a causa dei seguenti fattori:

- lo sviluppo di un'offerta bancaria di prodotti di finanziamento a medio-lungo termine competitiva in termini di flessibilità contrattuale, pricing, tempi e procedure di erogazione;
- una progressiva riduzione dei vantaggi per il locatario legati alla deducibilità fiscale anticipata dei canoni rispetto all'ammontare civilistico del bene locato;
- i maggiori vincoli imposti dai Regolatori;
- la perdita della cultura specialistica di prodotto per effetto della diffusione del canale bancario.

A partire dal 2007 si è assistito ad una riduzione costante dei volumi (CAGR -18%) accentuata dal ridimensionamento del comparto immobiliare, passato dal 46% nel 2007 al 20% nel 2013<sup>6</sup>.

A livello europeo, tale situazione rappresenta una peculiarità, dato che il mercato del leasing ha subito una contrazione in tutti i principali paesi europei ma a partire dal 2009, Germania, Francia e Regno Unito hanno mostrato un trend di crescita. Il settore del leasing in Italia risulta maggiormente concentrato, bancarizzato e penetrato rispetto alla media EU. La concentrazione, in particolare, mostra un trend in aumento.

Nel 2013 il mercato italiano ha continuato a mostrare una particolare difficoltà in confronto agli altri paesi europei, con un calo dello stipulato rispetto al 2012 (-12,5%) più accentuato rispetto a Francia (-4,7%) e Germania (-0,4%). Nonostante un miglioramento rispetto all'anno precedente, il comparto leasing italiano evidenzia ancora RoE e profitability ratios negativi, nonché un maggiore costo del credito rispetto ai maggiori paesi europei<sup>7</sup>.

Di seguito si riportano i principali operatori del mercato del leasing in Italia in termini di stipulato e outstanding.

(Euro miliardi)	Stipulato 2013	Quota di mercato
UniCredit Group Leasing	2,14	15%
Mediocredito Italiano (Gruppo ISP)	1,59	11%
BNP Paribas Lease Group	1,15	8%
Société Générale Equipment Finance	0,99	7%
Alba Leasing	0,81	6%
Iccrea BancaImpresa	0,65	5%
De Lage Landen International B.V.	0,61	4%
MPS Leasing and Factoring	0,60	4%
GE Capital	0,57	4%
Mercedes Benz Financial	0,48	3%

<sup>6</sup> Fonte: Assilea "Rapporto sul leasing, anno 2013".

<sup>7</sup> Fonte: Assilea "Rapporto sul leasing, anno 2013".

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

12

(Euro miliardi)	Outstanding 2013	Peso
Mediocredito Italiano (Gruppo ISP)	19,0	18%
UniCredit Group Leasing	18,6	18%
UBI Leasing S.p.A.	6,8	6%
BNP Paribas Lease Group	5,9	6%
Iccrea BancaImpresa	5,2	5%
MPS Leasing and Factoring	4,9	5%
Alba Leasing	4,1	4%
Société Générale Equipment Finance	4,0	4%
Banca Italease	3,9	4%
SelmaBipiemme Leasing	3,1	3%

Fonte: Assilea "Rapporto sul leasing, anno 2013".

Per il 2014 gli operatori prevedono una ripresa dei volumi a complessivi Euro 16 miliardi (+10,9% rispetto allo stipulato 2013), trainata dai comparti tradizionali: auto, strumentale e immobiliare<sup>8</sup>.

#### Proiezioni 2014-2018

Le Proiezioni 2014-2018 del Ramo sono state predisposte dalla Direzione del Credito Valtellinese sulla base delle seguenti principali ipotesi:

- miglioramento del ciclo economico con una maggiore propensione agli investimenti produttivi e una progressiva normalizzazione dei mercati finanziari;
- crediti verso la clientela: mantenimento dei volumi di impegni con sostituzione del 100% delle esposizioni in scadenza, tenuto anche conto della ripresa prevista per il settore già dal 2014. Relativamente al mix di nuova produzione è prevista in arco piano una riduzione del peso dei contratti immobiliari (dal 35% del 2014 al 31% del 2018) compensata dall'incremento del peso dei contratti strumentali (dal 54% del 2014 al 58% del 2018);
- margine di interesse: lo spread relativo agli impieghi (rispetto al tasso Euribor a 3 mesi) è stato determinato differenziando lo spread applicato alle posizioni cedute e quello relativo alle nuove erogazioni. In particolare, nella determinazione degli spread (sia sulla quota ceduta che sulle nuove erogazioni) Creval ha tenuto conto della presenza di posizioni a tasso fisso e variabile, determinando un tasso medio ponderato sulla base delle dinamiche delle due componenti rispetto al tasso di mercato;
- commissioni: è stata ipotizzata una retrocessione alle banche territoriali calcolata come percentuale dello spread applicato alla nuova produzione;
- oneri operativi sostanzialmente stabili in arco piano;
- rettifiche su crediti: le rettifiche su crediti sono previste ridursi in arco piano da 53 bps del 2014 a 42 bps del 2018. Tale evoluzione è legata anche al fatto che il portafoglio leasing del Ramo oggetto di Conferimento è costituito da posizioni in bonis.

Di seguito si riporta l'evoluzione delle principali voci di conto economico e dei volumi.

<sup>8</sup> Fonte: Assilea "Rapporto sul leasing, anno 2013".

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

13

Proiezioni 2014-2018 (Euro mln, valori arrotondati)	2014	2015	...	2018	CAGR '14-'18
Margine di intermediazione	3,2	4,1		5,8	15,9%
Oneri operativi	(0,8)	(0,8)		(0,8)	0,3%
Rettifiche nette per deterioramento di valore	(2,3)	(2,1)		(1,8)	(6,0%)
Utile netto	0,1	0,8		2,1	32,5%
<b>Crediti verso la clientela</b>	<b>433,8</b>	<b>433,8</b>		<b>433,8</b>	n.s.

Fonte: Proiezioni 2014-2018.

#### 4. ATTIVITA' DI ANALISI E VERIFICA SVOLTE SUL RAMO CONFERITO

Ai fini della presente Valutazione sono state svolte le seguenti attività di analisi e verifica:

- sono state analizzate criticamente le Proiezioni 2014-2018 del Ramo. Si precisa al riguardo che le previsioni economiche sono per loro natura aleatorie ed incerte in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche, a fenomeni esogeni all'azienda, al livello di capitale impiegato, nonché 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. L'approccio seguito è stato pertanto quello di analizzare la rischiosità delle proiezioni ed applicare parametri di valutazione coerenti con il grado di aleatorietà insito nelle stesse;
- sono state analizzate per discussione con la Direzione di Credito Valtellinese le informazioni fornite. È stata altresì esaminata la documentazione di supporto rilevante ai fini dell'incarico in oggetto;
- si è ottenuta attestazione da parte degli organi competenti che nel periodo intercorso tra la Data di Riferimento della situazione contabile utilizzata per la valutazione e la data della presente Valutazione non sono intervenuti fatti o eventi che comportino delle modifiche sostanziali agli elementi presi a riferimento ai fini delle nostre valutazioni e stime;
- è stata analizzata la Situazione Patrimoniale di Conferimento anche attraverso incontri con la Direzione di Creval volti a comprendere i criteri utilizzati per la predisposizione della stessa.

#### 5. PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE

Con riferimento alle finalità della Valutazione, è necessario premettere che i metodi di valutazione sviluppati dalla dottrina e dalla prassi professionale devono essere intesi quali strumenti analitici volti ad individuare, per ogni specifica situazione, gli elementi di valutazione utilizzabili e, quindi, il valore loro connesso.

La scelta dei criteri di valutazione più appropriati per giungere alla stima del valore d'azienda o di un suo ramo è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere scelti in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa e del suo livello di operatività.

Il processo di valutazione fornisce dunque un valore di riferimento teorico d'azienda o di un ramo della stessa. Il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto azionario, dipende invece sia da stime economico-finanziarie di valori intrinseci, che costituiscono oggetto della presente analisi, sia da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale o da loro particolari attese ed interessi. La presente Valutazione può essere influenzata da considerazioni soggettive limitatamente alla scelta di alcuni parametri tecnici, comunque ispirata al principio della prudenza, mentre non ha considerato gli effetti di eventuali future sinergie derivanti dal conferimento del Ramo ed altri fattori aventi carattere negoziale, quali premi di controllo e premi strategici.

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

14

Va rilevato che fattori di carattere strategico o negoziale difficilmente possono, per loro natura, essere quantificati tecnicamente in un procedimento di valutazione professionale d'azienda o di ramo d'azienda.

Nello svolgimento della valutazione sono stati seguiti i principi generali che devono ispirare le valutazioni svolte ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile, i quali possono essere così riepilogati:

- nell'ambito della valutazione dell'oggetto del conferimento, l'esperto deve usare la dovuta prudenza; ciò a motivo della finalità cautelativa di tale valutazione, ispirata alla tutela dell'integrità del capitale della conferitaria;
- per formulare il proprio giudizio di sintesi, l'esperto può confrontare le risultanze dell'adozione del metodo prescelto (principale), con quelle derivanti dall'impiego di altri metodi (accessori o di confronto), laddove ne risulti appropriata l'applicazione. Peraltro si ritiene che la composizione o mediazione dei risultati derivati dall'adozione di più metodi sia da evitare ove questa dia luogo ad incoerenze o duplicazioni ovvero se risulti inopportuna nel caso in esame;
- la valutazione deve essere eseguita in un'ottica "stand-alone", senza tenere conto di eventuali sinergie che dovessero derivare dal Conferimento.

## 6. CRITERI DI VALUTAZIONE

### 6.1 Premessa

L'operazione oggetto della presente relazione consiste nel conferimento di un ramo d'azienda rappresentato dal complesso organizzato di beni e di rapporti giuridici, finalizzati allo svolgimento dell'attività di leasing.

I beni e i diritti che costituiscono il Ramo oggetto di Conferimento, in quanto dotati di autonoma capacità di esercitare un'attività produttiva, concorrono a formare un "bene" di ordine superiore rispetto ai singoli beni, diritti, obbligazioni, considerati isolatamente. Pertanto, la stima del valore del Ramo Leasing richiama problematiche applicative analoghe a quelle relative alla stima del valore dell'azienda considerata nel suo complesso.

Secondo la dottrina e la prassi professionale più consolidata, la scelta del metodo di valutazione è funzione:

- della finalità della stima;
- della capacità dei diversi metodi di apprezzare le diverse leve di creazione di valore di un'azienda;
- della tipologia di attività svolta dall'azienda.

### 6.2 Criteri di valutazione

La scelta delle metodologie applicabili per le finalità della presente relazione è stata svolta attraverso un'analisi allargata dei metodi potenzialmente utilizzabili in tale contesto.

I metodi di valutazione sono molteplici e riconducibili alle seguenti fattispecie:

- i) criteri analitici (metodi finanziari, metodi reddituali, metodi patrimoniali e metodi misti);
- ii) criteri di mercato (metodo dei multipli di borsa, metodo delle transazioni comparabili e metodi empirici).

**Criteria Analitici****Metodi finanziari**

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa, l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto dei principi della teoria del valore, accogliendo nel calcolo i flussi di cassa relativi alla gestione aziendale e valorizzandoli in relazione alla loro distribuzione nel tempo.

Il metodo finanziario determina il valore della società tramite la stima dei flussi di cassa futuri e o dei flussi di dividendi futuri generati dalla società stessa, attualizzati in funzione dell'arco temporale esplicito in cui si ipotizza saranno conseguiti. Tali flussi monetari devono essere attualizzati ad un tasso che rifletta il grado di rischio dell'investimento stesso.

**Metodi reddituali**

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'azienda o delle attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e il processo di analisi sono pertanto simili a quelli descritti per i metodi finanziari, mentre il parametro di riferimento principale per le valutazioni non sarà rappresentato da un flusso di cassa ma da un flusso di reddito.

L'approccio prescinde dunque da considerazioni di natura prettamente finanziaria, dal momento che tiene conto delle previsioni di investimento dell'azienda, delle scelte in termini di finanziamento, delle politiche di ammortamento e di accantonamento e, nel caso del settore bancario e finanziario, dell'assorbimento di capitale nella misura in cui queste influiscono sull'entità del reddito netto atteso.

**Metodi patrimoniali**

I metodi patrimoniali si fondano sul principio della valutazione analitica degli elementi dell'attivo e del passivo attraverso la riespressione a valori correnti dei singoli elementi attivi o passivi iscritti in bilancio. In base al trattamento, riservato in sede di valutazione, agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa è possibile distinguere tra:

- metodi patrimoniali semplici, che valorizzano soltanto le poste iscritte all'attivo patrimoniale, adeguati nelle situazioni in cui la capacità reddituale non rappresenta un parametro significativo, come per esempio avviene per complessi aziendali molto patrimonializzati, aziende captive o ad alta intensità di capitale;
- metodi patrimoniali complessi, che includono la valorizzazione specifica dei beni immateriali non inclusi nell'attivo, ma che contribuiscono alla generazione di valore, adatti in situazioni di gestione di business consolidati in cui i piani dell'attività prevedono uno sviluppo inerciale.

**Metodi misti**

I metodi misti combinano le caratteristiche dei metodi patrimoniali e reddituali sopra descritti fornendo generalmente valori compresi fra quelli stimabili con le due metodologie indicate.

**Criteria di Mercato**

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia stimabile facendo riferimento al prezzo registrato sul mercato in scambi di beni similari, avvenuti nel recente passato. L'assunto generale è che i prezzi di mercato rappresentino la migliore approssimazione del valore dell'impresa.

I metodi di mercato stimano il valore dell'impresa costruendo rapporti - detti "multipli" - fondati sugli effettivi prezzi dei titoli delle società comparabili, finalizzati ad individuare la relazione che lega il valore delle imprese con specifiche variabili aziendali (ad esempio economiche, patrimoniali e finanziarie quali: ricavi, utili, flussi di cassa, patrimonio netto e/o indicatori empirici specifici del particolare settore a cui appartiene l'azienda oggetto di stima), individuate come value driver dell'impresa.

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

16

La stima del valore è, quindi, svolta senza il ricorso ad esplicite ipotesi del valutatore in merito ai flussi di risultato (reddituale o finanziari) prospettivi dell'azienda in questione.

Più in generale, di norma, si fa riferimento alle seguenti alternative:

- metodo dei multipli di borsa di aziende comparabili;
- metodo delle transazioni comparabili;
- metodi empirici.

#### *Metodo dei multipli di borsa*

Il metodo dei multipli di borsa stima il valore di un'impresa sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili a quella oggetto dell'indagine estimativa. L'analisi consiste nell'applicare alle attività aziendali oggetto di valutazione una serie di coefficienti - o multipli - costruiti come rapporti fra il valore assegnato dal mercato alla società comparabile (numeratore) ed una sua grandezza fondamentale (al denominatore) di norma in grado di riflettere una specifica misura di performance delle imprese comparabili.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione di riferimento. Data la natura di tale metodo risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e la società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione;
- identificazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi nella fattispecie;
- applicazione dei multipli selezionati ai valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione, in modo da pervenire ad un intervallo di valori della società stessa.

#### *Metodo delle transazioni comparabili*

Il metodo delle transazioni comparabili fa ricorso, invece, ai prezzi determinati sulla base dei valori di recenti operazioni di Merger & Acquisition. In questo caso si fa riferimento ai valori stimati in occasione di operazioni di fusione e acquisizione, aventi per oggetto imprese del tutto simili a quella oggetto di analisi.

### **6.3 Scelta del metodo di valutazione**

Tenuto conto dei principi sottostanti la stima del valore di un ramo d'azienda ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile e delle caratteristiche specifiche del Ramo Leasing, fra i metodi generalmente adottati nella prassi per la valutazione di aziende del settore finanziario si è ritenuto opportuno scegliere il metodo finanziario Dividend Discount Model nell'accezione Excess Capital (DDM).

La scelta del DDM è stata motivata dal fatto che tale metodologia permette di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. Inoltre, la scelta di utilizzare il metodo DDM nell'accezione dell'Excess Capital 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 del DDM è stata inoltre guidata dalla considerazione che per le aziende finanziarie valutazioni basate interamente o parzialmente su grandezze di tipo patrimoniale non sono in grado di apprezzarne adeguatamente i driver di valore, sempre più connessi a condizioni di efficienza e redditività.

Occorre rilevare, peraltro, che le ipotesi alla base delle proiezioni economico-finanziarie assumono un'importanza rilevante nello sviluppo del DDM; di conseguenza, le valutazioni svolte con tale metodo sono condizionate dal verificarsi delle assunzioni e dal raggiungimento degli obiettivi sui quali si fondano le proiezioni economico-finanziarie, aleatori per natura. La prudenza richiesta dai principi che guidano la stima del valore di un bene ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile può essere

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

17

espressa dal valutatore nello sviluppo del metodo finanziario attraverso l'applicazione di parametri (costo del capitale, tasso di crescita di lungo termine, coefficienti di vigilanza) e la scelta di assunzioni (reddito sostenibile nel lungo termine) in grado di mitigare, almeno in parte, la rischiosità e aleatorietà delle proiezioni economico-finanziarie.

Non è stato applicato il metodo dei multipli di borsa non essendo disponibile un campione sufficientemente rappresentativo di società quotate attive nel settore del leasing comparabili al Ramo.

## 7. STIMA DEL VALORE DEL RAMO OGGETTO DEL CONFERIMENTO

Il valore del Ramo Leasing è stato stimato mediante l'applicazione del DDM.

Nei paragrafi successivi si descrivono i profili metodologici e applicativi adottati e i criteri di determinazione dei parametri necessari all'applicazione della metodologia prescelta.

### 7.1 Applicazione del Dividend Discount Model

Il Dividend Discount Model nell'accezione Excess Capital stima il valore di una società (W) sulla base della seguente formula:

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

dove:

$DIV_t$  = flussi distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base delle proiezioni economico-patrimoniali elaborate mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione.

$i$  = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio ( $k_a$ ).

$VT$  = valore attuale del valore terminale (Terminal Value - TV) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo termine ( $g$ ).

Di seguito sono illustrate le principali assunzioni e parametri adottati per lo sviluppo della formula di valutazione.

#### a) Stima del dividendo distribuibile ( $DIV_t$ )

Per la stima dei flussi distribuibili agli azionisti si è fatto riferimento alle Proiezioni 2014-2018 del Ramo sopradescritte e ad un ratio obiettivo di vigilanza pari al 7,0%.

#### b) Tasso di attualizzazione ( $i$ )

Il tasso di attualizzazione utilizzato corrisponde al costo del capitale di rischio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio. Tale tasso è stato stimato sulla base del Capital Asset Pricing Model (CAPM), modello fra i più diffusi nella stima del costo del capitale, secondo la seguente formula:

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

dove:

$R_f$  = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio. Per rappresentare il rendimento degli investimenti privi di rischio, è stato impiegato il rendimento medio dei titoli emessi dallo Stato italiano. In particolare, è stato considerato un  $R_f$  del 3,5%, pari al rendimento medio dei Buoni del Tesoro Poliennali decennali emessi dallo Stato italiano su un arco di 6 mesi (Fonte Bloomberg).

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

18

$R_m - R_f$  = premio per il rischio richiesto dal mercato. In particolare, è stato considerato, in linea con la prassi valutativa, un premio per il rischio di mercato pari al 5,0%.

*Beta* = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione e il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura della volatilità di un titolo rispetto al mercato). In particolare è stato considerato un beta pari a 1,25, valore medio dei beta di un campione di banche quotate italiane operanti anche nel settore del leasing.

Sulla base dei parametri sopra indicati è stato stimato un  $k_e$  pari a circa il 9,8%.

*c) Terminal Value (VT)*

Il Terminal Value è stato stimato sulla base della seguente formula:

$$VT = \text{Dividendo normalizzato} / (k_e - g)$$

dove:

$g$  = tasso di crescita di lungo periodo. In particolare, è stato considerato un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2%.

$k_e$  = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio sopra determinato.

Al fine di apprezzare la sensibilità del valore del Ramo ottenuto con il DDM rispetto ai parametri valutativi utilizzati, è stata effettuata un'analisi in relazione al tasso di attualizzazione (+/- 0,3%) e al tasso di crescita di lungo termine (+/- 0,3%).

Sulla base di quanto precede attraverso l'analisi di sensibilità è stato individuato un intervallo di valori del Ramo compreso tra Euro 32,0 milioni (arrotondato) ed Euro 35,7 milioni (arrotondato) alla Data di Riferimento.

26 giugno 2014  
Credito Valtellinese S.c.

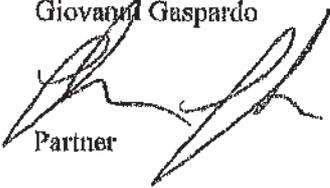
19

## 8. CONCLUSIONI

Sulla base del lavoro svolto e precedentemente descritto è stato individuato un intervallo di valori del Ramo Leasing oggetto di Conferimento alla Data di Riferimento, compreso tra Euro 32,0 milioni ed Euro 35,7 milioni. Nell'ambito di tale intervallo l'Esperto ritiene che il valore di riferimento del Ramo sia pari a Euro 33,9 milioni. Tale valore risulta superiore all'ammontare dell'Aumento di Capitale, pari a Euro 32.953.058,13, che verrà proposto all'Assemblea dei Soci di Albalensing.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY S.r.l.

Giovanni Gaspardo



Partner

*Mr. Jones*  
*Mr. [unclear]*



The seal of the Philippine Constabulary is circular. It features a central five-pointed star with a smaller star in the center. The star is surrounded by a wreath. The outer ring of the seal contains the text "PHILIPPINE CONSTABULARY" at the top and "REPUBLIC OF THE PHILIPPINES" at the bottom. The words "ZABBAH" and "1935" are also visible on the seal.



A handwritten signature, possibly reading "Mr. [unclear]", written in a cursive style.

## REGISTRAZIONE

- Atto nei termini di registrazione e di assolvimento dell'imposta di bollo ex art. 1-bis della Tariffa d.p.r. 642/1972.
- Atto registrato presso l'Agenzia delle Entrate di Milano 6, in data 8 luglio 2014 al n. 17455 serie 1T con versamento di € 200,00.

## IMPOSTA DI BOLLO

L'imposta di bollo per l'originale del presente atto e per la copia conforme ad uso registrazione, nonchè per la copia conforme per l'esecuzione delle eventuali formalità ipotecarie, comprese le note di trascrizione e le domande di annotazione e voltura, viene assolta, ove dovuta, mediante Modello Unico Informatico (M.U.I.) ai sensi dell'art. 1-bis, Tariffa d.p.r. 642/1972.

La presente copia viene rilasciata:

- In bollo: con assolvimento dell'imposta mediante Modello Unico Informatico (M.U.I.).
- In bollo: con assolvimento dell'imposta in modo virtuale, in base ad Autorizzazione dell'Agenzia delle Entrate di Milano in data 9 febbraio 2007 n. 9836/2007.
- In carta libera: per gli usi consentiti dalla legge ovvero in quanto esente ai sensi di legge.

## COPIA CONFORME

- Copia su supporto informatico, conforme all'originale cartaceo, ai sensi dell'art. 22 d.lgs. 82/2005, da trasmettere con modalità telematica per gli usi previsti dalla legge.  
Milano, data dell'apposizione della firma digitale.
- Copia cartacea: Copia conforme dell'allegato "A", dell'atto in data in data 30 giugno 2014 n. 66529/11495 di mio repertorio.  
Milano, data apposta in calce



30 LUG 2014