

Spettabile
Credito Valtellinese S.c.
Piazza Quadrivio n. 8
23100 Sondrio

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione

Milano, 19 marzo 2012

Egregi signori,

nell'ambito del Piano Strategico 2011 – 2014 (il "Piano"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di Credito Valtellinese S.c. (di seguito "**Creval**" o "**Società**") in data 22 febbraio 2011 che prevede, tra l'altro, la semplificazione della struttura societaria e organizzativa e l'ottimizzazione dell'allocazione del capitale del gruppo, la Società sta valutando la realizzazione di alcune operazioni di finanza straordinaria volte a perseguire gli obiettivi definiti dal Piano, tra le quali la fusione per incorporazione della società controllata Credito Artigiano S.p.A. ("**CA**" e, insieme a Creval, le "**Parti**") in Creval ("**Operazione**"). Per una puntuale descrizione dell'Operazione si rinvia al Progetto di Fusione e alla Relazione degli Amministratori (come definiti di seguito) sottoposti ad approvazione dei Consigli di Amministrazione di Creval e di CA.

Creval, iscritta all'albo delle banche n. 489, con sede in Piazza Quadrivio n. 8, Sondrio, capitale sociale interamente versato e alla data di redazione del presente documento pari a € 945.678.639,50, diviso in 270.193.897 azioni del valore nominale di € 3,5 cadauna, è un istituto bancario quotato sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana S.p.A. a capo dell'omonimo gruppo bancario.

CA, iscritta all'albo delle banche n. 4440, con sede in Piazza San Fedele n. 4, Milano, il cui capitale sociale interamente versato e alla data di redazione del presente documento pari a € 429.184.552,50, diviso in 390.167.775 azioni del valore nominale di € 1,1 cadauna e attualmente detenuto da Creval per una quota pari al 77,41%, è un istituto bancario quotato sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana S.p.A..

Con riferimento all'Operazione, in data 13 marzo 2012, Equita SIM S.p.A. ("**Equita**") è stata incaricata dal Presidente del Consiglio di Amministrazione di Creval ("**Incarico**"), di predisporre una relazione ("**Relazione**") sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del rapporto di cambio prescelto dallo stesso nell'ambito dell'Operazione ("**Rapporto di Cambio**").

La presente Relazione, elaborata ad uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione ed eventualmente del Comitato Operazioni Parti Correlate ("**Comitato OPC**") di Creval, è soggetta ai termini e alle condizioni dell'incarico e pertanto, nessun altro soggetto, oltre al Consiglio di Amministrazione ed eventualmente al Comitato OPC, potrà fare affidamento sulla presente Relazione ed ogni giudizio di terzi,

inclusi gli azionisti, con riferimento alla valutazione dell'Operazione, rimarrà di loro esclusiva competenza e responsabilità.

In particolare, Equita non esprime alcuna opinione e valutazione in merito alle Parti e/o agli aspetti industriali e finanziari dell'Operazione. Inoltre, le indicazioni contenute nella presente Relazione non devono essere in alcun modo considerate come un'indicazione o raccomandazione a realizzare l'Operazione. Conseguentemente, ogni scelta e decisione in merito all'individuazione del Rapporto di Cambio resta di esclusiva competenza del Consiglio di Amministrazione di Creval. Non esprimiamo inoltre, in questa sede, alcun parere in relazione al prezzo al quale le azioni Creval e/o CA saranno scambiate in futuro.

Le considerazioni e le valutazioni di seguito riportate sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle Parti, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati. Le considerazioni e le stime contenute nella presente Relazione vanno unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla specifica Operazione in oggetto. Le conclusioni esposte nella presente Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e valutazioni in essa contenute, pertanto nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza. Le metodologie di valutazione ed i conseguenti valori economici delle Parti sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo di valori per l'individuazione dei rapporti di cambio ritenuti congrui ai fini dell'Operazione ed in nessun caso le valutazioni sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame. Equita non assume, inoltre, alcuna responsabilità diretta o indiretta per danni che possano derivare da un non corretto utilizzo della Relazione e delle informazioni in essa contenute.

La Relazione non potrà essere pubblicata o divulgata, in tutto o in parte, a terzi o utilizzata per scopi diversi da quelli indicati nella Relazione stessa, fatto salvo il caso in cui la pubblicazione o divulgazione sia espressamente richiesta dalle competenti autorità di vigilanza, inclusa Borsa Italiana S.p.A., Banca d'Italia e Consob ovvero quando ciò si renda necessario per ottemperare ad espressi obblighi di legge, regolamentari o a provvedimenti amministrativi o giudiziari. Qualsiasi diverso utilizzo dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Equita. Equita non assume nessuna responsabilità, diretta e/o indiretta, per danni che possano derivare da un utilizzo improprio e/o da un utilizzo da parte di soggetti diversi dal Consiglio di Amministrazione ed eventualmente del Comitato OPC di Creval delle informazioni contenute nella presente Relazione. Equita tuttavia autorizza sin d'ora Creval ad includere la Relazione nella documentazione societaria prevista dalla legge e dai regolamenti applicabili all'Operazione.

Data di riferimento della Relazione

La data di riferimento delle valutazioni oggetto di analisi coincide con quella della presente Relazione sulla base dell'assunzione e condizionatamente al fatto che, come rappresentato dalle Parti, nel periodo intercorrente tra le ultime situazioni patrimoniali disponibili per ciascuna delle Parti e la data della Relazione, non si siano verificati eventi tali da modificare in modo significativo il profilo patrimoniale, economico e finanziario delle Parti. La situazione economica e patrimoniale di riferimento della presente Relazione è quella al 31 dicembre 2011.

Le considerazioni contenute nella presente Relazione sono riferite alle condizioni di mercato, regolamentari ed economiche esistenti, applicabili al contesto dell'Operazione e valutabili sino alla data della redazione della stessa. Ogni evoluzione successiva che dovesse verificarsi in merito alle suddette condizioni, ancorché possa impattare significativamente sulle stime valutative, non comporterà a carico di Equita alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riaffermare la Relazione.

Fermo quanto precede, Equita non è a conoscenza e, pertanto, non ha valutato, l'impatto di fatti verificatisi o gli effetti conseguenti ad eventi che si potrebbero verificare, ivi compresi quelli di natura normativa e regolamentare, anche riguardanti lo specifico settore in cui operano Creval e CA o situazioni specifiche di Creval e CA, che comportino modifiche nelle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali poste alla base della presente Relazione. Pertanto, qualora si verificassero i fatti sopra menzionati che comportino modifiche di rilievo delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali e/o degli aspetti e delle modalità di realizzazione dell'Operazione, verrebbero meno alcuni presupposti del giudizio espresso da Equita e, pertanto, anche le conclusioni raggiunte nella presente Relazione.

Attività svolta e documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'incarico, Equita si è basata sulla seguente documentazione fornita da Creval:

- bilancio consolidato di Creval al 31 dicembre 2011 approvato dal Consiglio di Amministrazione di Creval in data 13 marzo 2012;
- bilancio di esercizio di CA al 31 dicembre 2011 approvato dal Consiglio di Amministrazione di CA in data 6 marzo 2012;
- bilancio di esercizio di CA al 31 dicembre 2011 proformato per tener conto della fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. approvato dal Consiglio di Amministrazione di CA in data 6 marzo 2012 e la cui efficacia si è manifestata in data 1 gennaio 2012;
- dati economici e patrimoniali prospettici di Creval per gli anni 2012 – 2016 (approvati in data 19 marzo 2012 dal Consiglio di Amministrazione di Creval);
- dati economici e patrimoniali prospettici di CA per gli anni 2012 – 2016 (che verranno approvati in data 19 marzo 2012 dal Consiglio di Amministrazione di CA);
- progetto di fusione ("**Progetto di Fusione**") e relazione degli amministratori (la "**Relazione degli Amministratori**") approvati dal Consiglio di Amministrazione di Creval del 19 marzo 2012;
- Regolamento del Prestito Obbligazionario "Credito Valtellinese 2009/2013 a tasso fisso convertibile con facoltà di rimborso in azioni" ("**POC**");
- Regolamento dei warrant "Warrant azioni ordinarie Creval 2014" ("**Warrant**").

Inoltre Equita ha utilizzato dati e informazioni pubblicamente disponibili ed in particolare dati e informazioni raccolti attraverso Borsa Italiana, FactSet e Mergermarket.

Nell'esecuzione dell'incarico, Equita ha fatto completo affidamento sulla completezza, accuratezza e veridicità della documentazione e dei dati forniti in riferimento a Creval e a CA e dei dati pubblicamente disponibili pertanto, nell'ambito dell'incarico, non ha proceduto ad alcuna verifica autonoma ed indipendente sull'attendibilità di tali informazioni. Equita, di fatto, non fornisce alcuna prestazione di consulenza diversa da quella indicata nell'incarico, ivi incluse, inter alia, quelle di natura legale, fiscale, contabile e/o industriale inerenti l'incarico né è responsabile per i dati e le informazioni utilizzate per lo svolgimento dell'incarico stesso che rimangono di esclusiva responsabilità della parte che le ha fornite. Equita non ha avuto accesso ad alcuna *Data Room* e non ha eseguito alcuna Due Diligence (poiché non faceva parte del proprio incarico) di natura fiscale, finanziaria, attuariale, commerciale, industriale, legale, previdenziale, ambientale o strategica.

Pertanto, nonostante Equita abbia svolto l'incarico con la diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, la stessa non assume alcuna responsabilità né fornisce alcuna garanzia in merito alla veridicità, completezza, accuratezza dei dati e delle informazioni contenuti e/o riflessi nella presente Relazione.

Difficoltà e Limitazioni

Ogni stima e proiezione di carattere finanziario utilizzata da Equita ai fini della redazione della Relazione è stata predisposta dalle competenti funzioni di Gruppo in materia di pianificazione e fatta propria dalle Parti, ovvero acquisita da informazioni disponibili al pubblico e/o ricavata da assunzioni di Equita conseguenti ai colloqui intercorsi con Creval e con i loro amministratori e dirigenti. Riguardo all'insieme delle informazioni e proiezioni finanziarie, economiche e patrimoniali fornite dalle Parti, inoltre, Equita ha assunto che siano state elaborate secondo criteri di ragionevolezza e che riflettano le migliori stime. In particolare, Equita, è stata rassicurata sul fatto che non sia stato omesso il riferimento di alcun dato, evento o situazione che possa, anche solo potenzialmente, influenzare in modo significativo i dati e le informazioni fornite ad Equita.

Inoltre, i dati previsionali elaborati e forniti dalle Parti, presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Equita non assume alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime.

Equita ha fatto affidamento sul fatto che la documentazione ricevuta rifletta con accuratezza, veridicità e completezza eventuali fattori di rischio in capo alle Parti tra cui quelli derivanti da diritti di terzi, contenzioso in corso o potenziale, ispezioni da parte di Autorità e che non vi siano fatti o atti precedenti o successivi alla data di riferimento ultima di detta documentazione contabile, che possano far sorgere diritti di terzi, contenziosi o altre conseguenze che abbiano un effetto negativo rilevante sulla situazione finanziaria e/o patrimoniale delle Parti.

Le valutazioni e le conclusioni a cui Equita è pervenuta vanno interpretate inoltre alla luce dei seguenti limiti e fattori di difficoltà incontrati nello svolgimento delle proprie analisi:

- l'analisi è stata condotta considerando Creval e CA in condizioni di normale funzionamento, in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza sostanziali mutamenti di gestione e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili;
- ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione di mercato sono stati utilizzati i prezzi di borsa di Creval e CA e del campione selezionato e stime da Consensus per la determinazione dei dati operativi del campione selezionato;
- i dati previsionali presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. Equita non assume alcuna responsabilità in relazione a tali stime e proiezioni, né in relazione alle fonti di provenienza delle medesime, che sono state fornite da Creval;
- l'analisi è stata condotta avendo un accesso limitato al management di CA;
- Equita non ha eseguito una revisione contabile sui dati contabili delle Parti;
- sono stati considerati, di concerto con la Direzione Generale di Creval, gli effetti economici e patrimoniali del riscatto integrale anticipato del POC attualmente in essere, ipotizzato nel primo semestre 2012;
- a seguito della proposta di eliminazione del valore nominale delle azioni Creval, sono stati considerati, di concerto con la Direzione Generale di Creval, gli effetti economici e patrimoniali dell'esercizio da parte dei portatori dei Warrant del diritto di sottoscrizione di nuove azioni Creval, per una quota pari al 75% dei Warrant attualmente in circolazione, ipotizzato nel 2014;

- Equita inoltre ha preso atto che i dati economici e patrimoniali prospettici di Creval non riflettono gli effetti derivanti dall'Operazione o da altre operazioni straordinarie, ad esclusione del riscatto anticipato del POC e dell'esercizio dei Warrant sopra descritti.

Individuazione delle Metodologie di Valutazione

Premesse

Le valutazioni presentate nella Relazione sono finalizzate ad esprimere una stima comparativa dei valori economici di Creval e di CA e sono coerenti ai seguenti principi:

A. Stime di Valore Relative: considerata la finalità della stima, rivolta a definire il Rapporto di Cambio, secondo un principio consolidato nella prassi valutativa è stato privilegiato il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati. Le valutazioni presentate, pertanto, assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere messe a confronto con prezzi di mercato o prezzi di cessione, né possono essere considerate rappresentative di una valutazione assoluta e a sé stante di alcuna delle Parti.

B. Ottica Stand-Alone: richiamando un altro principio della prassi valutativa consolidata per operazioni di fusione, Equita ha adottato le metodologie sotto esposte in ipotesi di autonomia operativa di ciascuna delle Parti (ossia, ignorando l'impatto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dall'Operazione).

Metodologie di Valutazione adottate

Coerentemente con le finalità della Relazione ed in linea con quanto previsto dalla miglior prassi valutativa a livello nazionale ed internazionale per il settore bancario, nella determinazione della stima comparativa del capitale economico delle Parti, Equita ha fatto riferimento, avuto riguardo alle caratteristiche proprie delle stesse, alla tipologia di attività e ai mercati di riferimento in cui le stesse operano, ai seguenti metodi di valutazione:

- quali metodologie valutative principali, il metodo dei Flussi di Dividendi Attualizzati ("Dividend Discount Model", "DDM") nell'accezione dell'Excess Capital e il metodo delle Quotazioni di Borsa;
- quali metodologie valutative di controllo, il Modello di Gordon, i Multipli di Borsa e l'Analisi di Regressione.

Nell'applicazione dei suddetti metodi, Equita ha considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore bancario. Tali elementi, inoltre, dovranno essere considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico e, pertanto, l'analisi dei risultati ottenuti con ciascuna metodologia dovrà essere letta alla luce della complementarietà che si crea con gli altri criteri nell'ambito di un processo valutativo unitario.

Descrizione e applicazione delle Metodologie di Valutazione adottate

Metodologie principali

Dividend Discount Model ("DDM")

Il DDM determina il valore economico di un'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 del settore bancario è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione ottimale, coerente con le istruzioni dettate in materia dalle autorità di vigilanza e compatibile con l'evoluzione attesa delle attività (D);
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di previsione esplicita, coerente con un pay-out ratio (rapporto dividendo / utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile ("Terminal Value" o "TV").

Il valore economico di una società secondo il metodo del DDM nella versione Excess Capital è stimato attraverso l'applicazione della seguente formula:

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

Dove:

W = Valore Economico della società;

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

D_t = flusso di dividendo potenzialmente distribuibile nell'anno t del periodo di previsione analitica;

n = numero di anni di previsione analitica dei flussi di dividendo;

K_e = tasso di sconto, pari al costo del capitale (cost of equity) della società;

g = tasso di crescita dei flussi di dividendo oltre il periodo di previsione analitica.

Nell'applicazione del DDM sono identificabili le seguenti fasi:

A. previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;

B. determinazione del tasso di sconto K_e e del tasso di crescita g;

C. calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo nell'orizzonte di previsione analitica e calcolo sintetico del Terminal Value.

Ai fini della presente Relazione, si è ipotizzato quale intervallo temporale per la determinazione analitica dei flussi di dividendo il periodo 2011 – 2016, oltre al quale il valore delle Parti è stato calcolato sinteticamente tramite il Terminal Value.

La stima dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili nel periodo 2011 – 2016 è stata effettuata nell'ipotesi che le Parti mantengano un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a supportarne lo sviluppo futuro e coerente con gli obiettivi di medio termine contenuti nei rispettivi sviluppi economico-patrimoniali, identificato in un rapporto patrimonio di base su attività ponderate pari al 8,0% (Tier 1 ratio).

Il tasso di sconto dei flussi di dividendo corrisponde al rendimento richiesto che gli investitori qualificati richiederebbero per investimenti alternativi con profilo di rischio comparabile. Esso rappresenta, dunque, il rendimento atteso del capitale di rischio proprio delle Parti (costo del capitale o cost of equity).

Coerentemente con la prassi valutativa, tale tasso è stato calcolato utilizzando il modello del Capital Asset Pricing ("CAPM"). Secondo il CAPM, il costo del capitale è determinato come segue:

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

Dove:

- r_f = tasso di rendimento di un investimento privo di rischio (risk free). Tenuto conto dell'intervallo temporale di riferimento, è stato assunto quale tasso privo di rischio il rendimento BTP a 10 anni emesso dal governo Italiano (media a 6 mesi al 14 marzo 2012, pari a 6,0%);
- β = coefficiente di correlazione tra il rendimento effettivo del titolo della società oggetto di analisi e il rendimento complessivo del mercato di riferimento. Il β misura la volatilità di un titolo rispetto a un portafoglio rappresentativo del mercato (al 14 marzo 2012 pari a 1,03);
- M_r = il c.d. premio che un investitore qualificato richiede in caso di investimento sul mercato azionario rispetto al tasso di rendimento privo di rischio (risk premium). Tale premio al rischio è stato stimato – sulla base di serie storiche di lungo periodo – pari al 4,5%.

I flussi di dividendo analiticamente determinati nell'intervallo temporale 2011 – 2016 sono stati attualizzati utilizzando come tasso di sconto il costo (K_e) del capitale delle Parti così determinato.

Il Terminal Value è stato calcolato applicando al flusso di dividendo potenzialmente distribuibile al termine del periodo di previsione analitica la formula della rendita perpetua crescente in base al fattore di crescita g .

Il rapporto di cambio determinato applicando il DDM è stato sottoposto ad analisi di sensitività al fine di valutare l'impatto sullo stesso di, tra l'altro: variazioni di ipotesi relative al Tier 1 ratio e al tasso di crescita g .

Il metodo in oggetto prevede la stima dei flussi di dividendi oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica dei piani delle Parti.

Quotazioni di Borsa

Il metodo delle Quotazioni di Borsa esprime il valore economico della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società oggetto di valutazione. Le Quotazioni di Borsa, infatti, sintetizzano la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società ed il valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia si definisce un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato del capitale economico di un'azienda.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo, occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione.

I presupposti per l'adeguata applicazione del metodo delle Quotazioni di Borsa sono i seguenti:

- mercati efficienti, in riferimento alla sistematica e tempestiva considerazione nei prezzi di tutte le informazioni pubblicamente disponibili;
- ampio flottante, in riferimento alla quota del capitale sociale negoziato sui mercati;
- elevata liquidità, in riferimento al volume degli scambi giornalieri aventi ad oggetto i titoli delle società oggetto di valutazione;
- estesa copertura di ricerca, in riferimento al numero di società di intermediazione finanziaria che pubblicano analisi sulle società oggetto di valutazione.

Ai fini del calcolo delle Quotazioni di Borsa delle Parti sono stati utilizzati i prezzi puntuali e i prezzi medi ponderati a 1 settimana, 1, 3 e 6 mesi riferiti al 14 marzo 2012.

Metodologie di controllo

Modello di Gordon

Il Modello di Gordon stabilisce che il valore economico di un'azienda sia determinato sulla base della relazione tra la redditività futura sostenibile nel lungo termine ed espressa dal valore attuale dell'utile netto "R", il tasso di crescita g atteso a lungo termine ed il tasso di rendimento di mercato espressivo del costo del capitale proprio (k_e).

In sintesi il valore economico di una società viene determinato come segue:

$$W = \frac{R - g}{(k_e - g)} \cdot AC$$

Dove:

- W = valore economico della società;
R = redditività futura sostenibile nel lungo periodo, nella fattispecie stimata in funzione del RoTE derivante dalle stime prospettiche;

- g = tasso di crescita atteso a lungo termine del risultato medio atteso sostenibile (pari al 2%);
- Ke = tasso di sconto, pari al costo del capitale (cost of equity, pari al 10,61%);
- AC = assorbimento di capitale (2011), stimato sulla base di un Tier 1 ratio pari al 8,0%.

Multipli di Borsa

Il metodo dei Multipli di Borsa è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quelle oggetto di valutazione. Tale metodo si basa sull'assunto generale che in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società rifletta le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili futuri ed il grado di rischio ad esso associato.

L'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa si articola nelle seguenti fasi:

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

Il grado di affidabilità di questo metodo di valutazione dipende da un appropriato adattamento del metodo stesso alla specifica valutazione in oggetto.

Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, tra le società incluse nel campione di riferimento e quelle oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, estremamente dipendente dalla confrontabilità del campione. L'impossibilità pratica di identificare società omogenee sotto ogni profilo induce a determinare i tratti ritenuti più significativi per la costruzione del campione di confronto e a selezionare di conseguenza le aziende comparabili in relazione ai criteri prescelti. I titoli delle società prescelte devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi potrebbero essere influenzati da particolari situazioni contingenti.

Ai fini della presente analisi, si è selezionato un campione di banche italiane di media dimensione i cui prezzi presentino caratteristiche di significatività considerate elevate. Ai fini del calcolo del valore delle società inserite nel campione sono stati utilizzati i dati disponibili in data 14 marzo 2012.

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

- Rapporto Prezzo/Utili Prospettici ("P/E");
- Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV");

- Rapporto Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile¹ ("P/TBV").

Con riferimento ai dati di utile e di patrimonio storici e prospettici per il 2011, 2012 e 2013 utilizzati nella presente analisi in relazione alle società incluse nel campione, sono state utilizzate le stime fornite da FactSet espressive del consenso presso gli analisti finanziari ("Consensus").

In relazione a Creval e CA sono stati utilizzati i dati economici e patrimoniali prospettici di Creval e di CA per gli anni 2011, 2012 e 2013.

La rilevanza dei rapporti fondamentali calcolati e la scelta dell'intervallo da applicare alle società oggetto della presente Relazione avvengono in base a considerazioni qualitative circa la significatività dei multipli ottenuti e le caratteristiche reddituali e patrimoniali delle società oggetto di valutazione.

Analisi di Regressione

Il metodo dell'Analisi di Regressione determina il valore economico di un'azienda sulla base della correlazione statistica, stimata con riferimento ad un campione significativo di società quotate, esistente tra la redditività prospettica del capitale proprio (nella fattispecie espressa dal ROE atteso 2011 – 2013) e il rapporto esistente tra la capitalizzazione di Borsa e il patrimonio netto (nella fattispecie, il P/BV atteso 2011 – 2013).

Qualora statisticamente significativi, i parametri della regressione vengono applicati al ROE prospettico dell'azienda oggetto di valutazione al fine di determinarne il P/BV implicito dal quale si ricava, per moltiplicazione con il corrispondente patrimonio netto, il valore economico dell'azienda.

Nell'analisi dei risultati derivanti dall'applicazione del metodo in oggetto si deve inoltre tener conto di alcuni parametri, quali:

- numero delle osservazioni;
- statistiche atte a valutare la bontà complessiva del metodo, quale la misura di bontà dell'output espressa da R^2 (o coefficiente di significatività).

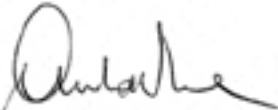
Sintesi delle Valutazioni e Conclusioni

In considerazione dei dati e delle informazioni ricevute, sulla cui elaborazione si basa la Relazione e delle analisi ed elaborazioni svolte, nonché delle finalità per le quali l'incarico è stato conferito, delle considerazioni e limitazioni evidenziate, Equita ritiene che, alla data attuale della presente Relazione, il Rapporto di Cambio di n. 0,70 azioni ordinarie Creval di nuova emissione per ogni azione ordinaria di CA, possa essere ritenuto congruo da un punto di vista finanziario.

Né Equita, né alcuno dei suoi amministratori, dirigenti, funzionari, impiegati o consulenti potrà essere ritenuto responsabile per danni diretti e/o indiretti che possano essere sofferti da terzi che si sono basati sulle dichiarazioni fatte od omesse nella presente Relazione. Ogni responsabilità derivante direttamente o indirettamente dall'uso della presente Relazione è espressamente esclusa. Né la ricezione di questa Relazione, né alcuna informazione qui contenuta o successivamente comunicata con riferimento all'incarico può essere intesa come consulenza d'investimento da parte di Equita.

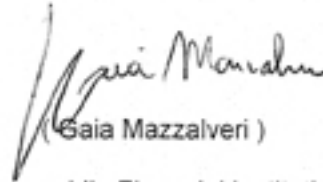
¹ Il TBV è stato calcolato rettificando il patrimonio netto stimato delle società considerate per tenere conto di una serie di poste immateriali rettificative, di cui la più importante è la deduzione degli avviamenti.

Vi ricordiamo che Equita ha fornito in passato, attualmente fornisce ed intende fornire a Creval, a CA e alle altre società appartenenti al gruppo Creval, servizi nell'ambito dell'investment banking e di altre attività per le quali Equita ha ricevuto, dovrebbe ricevere e si aspetta di ricevere ricavi e commissioni secondo termini usuali. Inoltre, come fornitore di servizi di investimento, Equita ha negoziato in passato, e potrebbe dover negoziare in futuro, per proprio conto o per conto dei propri clienti azioni di Creval, CA o delle altre società appartenenti al gruppo Creval. Equita presta attività come consulente finanziario di Creval nell'ambito dell'Operazione.



(Andrea Vismara)

Responsabile Investment Banking
EQUITA S.I.M. S.p.A.



(Gaia Mazzalveri)

Responsabile Financial Institutions
EQUITA S.I.M. S.p.A.