

Credito Artigiano S.p.A.

e

Credito del Lazio S.p.A.

Relazione della società di revisione
sul rapporto di cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile

Relazione della società di revisione sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di:

Credito Artigiano S.p.A.

e

Credito del Lazio S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Nell'ambito della prospettata operazione di fusione per incorporazione ("Fusione") di Credito del Lazio S.p.A. ("Credito del Lazio") in Credito Artigiano S.p.A. ("Credito Artigiano" e, congiuntamente a Credito del Lazio, le "Banche"), in data 27 maggio 2011, siamo stati nominati su istanza delle stesse dal Tribunale di Milano quale esperto congiunto incaricato di redigere, ai sensi dell'art. 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio finalizzato ad individuare il numero di azioni ordinarie di Credito Artigiano spettanti agli Azionisti di Credito del Lazio per ciascuna azione di Credito del Lazio dagli stessi posseduta ("Rapporto di Cambio").

A tal fine, abbiamo ricevuto dalle Banche il progetto di fusione approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 14 aprile 2011, redatto ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile, e le relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione, redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile, che indicano, illustrano e giustificano, il Rapporto di Cambio.

Il progetto di fusione sarà sottoposto all'approvazione delle convocande Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Credito Artigiano e di Credito del Lazio.

2. NATURA E PORTATA DEL PRESENTE PARERE

Il presente documento illustra i metodi seguiti dai Consigli di Amministrazione delle Banche, unitamente alle eventuali difficoltà dagli stessi incontrate nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti dei metodi stessi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Banche, non abbiamo effettuato una valutazione economica di Credito Artigiano e di Credito del Lazio. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione delle Banche, avvalendosi anche dell'assistenza fornita dai rispettivi consulenti.

In particolare, i Consigli di Amministrazione di Credito Artigiano e Credito del Lazio si sono avvalsi rispettivamente del supporto degli advisor indipendenti Equita SIM S.p.A. ("Equita") e Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. ("Deloitte" e, congiuntamente a Equita, i "Consulenti").

3. SINTESI DELL'OPERAZIONE

La Fusione rientra nell'ambito del più ampio progetto di riorganizzazione societaria del Gruppo Credito Valtellinese ("Progetto di Riassetto"), approvato dal Consiglio di Amministrazione della Capogruppo Credito Valtellinese S.c. ("Creval") in data 22 febbraio 2011 e, per gli aspetti di propria competenza, anche dal Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano in data 8 marzo 2011.

Tale Progetto di Riassetto è propedeutico alla piena attuazione del piano industriale approvato in data 22 febbraio 2011 dal Creval, piano che mira a rafforzare il profilo del Gruppo Credito Valtellinese ("Gruppo") sia in termini di efficacia commerciale, al fine di incrementare il proprio posizionamento nell'ambito territoriale di riferimento rafforzando il ruolo di banca del territorio, sia in termini di efficienza, alla luce dell'incremento della capacità competitiva che si riflette nei livelli prospettici di redditività.

Il Progetto di Riassetto si pone, infatti, quali obiettivi prioritari, la ridefinizione dell'assetto societario e della rete degli sportelli, con una precisa suddivisione territoriale delle competenze tra le principali banche del Gruppo e una semplificazione dell'articolazione dello stesso, elementi propedeutici a conseguire obiettivi di efficienza e redditività.

In tale contesto, come comunicato al mercato dalla Capogruppo Creval in data 22 febbraio 2011, in occasione della presentazione del Piano Strategico 2011-2014 del Gruppo, sono state individuate le seguenti operazioni:

- ◇ **Fusione CA:** fusioni finalizzate all'incorporazione in Credito Artigiano di Credito del Lazio, Banca Cattolica S.p.A. ("Banca Cattolica") e Cassa di Risparmio di Fano S.p.A. ("Carifano") e successivo scorporo di un ramo di azienda composto dai soli sportelli di Carifano operanti nelle regioni Marche e Umbria a beneficio di una banca di nuova costituzione ("Nuova Carifano").
- ◇ **Fusione CV:** fusioni finalizzate all'incorporazione in Creval di Banca dell'Artigianato e dell'Industria S.p.A., Credito Piemontese S.p.A. e Bancaperta S.p.A..

In applicazione di quanto previsto nel Piano di Riassetto:

- ◇ In data 15 marzo 2011 Creval ha provveduto a lanciare un'Offerta Pubblica di Acquisto volontaria sulle azioni di Banca Cattolica non in suo possesso (16,70% del capitale sociale). Alla chiusura di tale offerta pubblica avvenuta in data 16 maggio 2011, Creval ha comunicato che risultavano essere state portate in adesione n. 101.851 azioni ordinarie di Banca Cattolica pari a circa il 16,04% del capitale sociale della stessa. Per effetto di tali adesioni, alla data del presente parere, Creval detiene 630.760 azioni ordinarie di Banca Cattolica corrispondenti al 99,35% del capitale sociale.
- ◇ In data 23 giugno 2011 il Creval ha acquisito un'ulteriore quota pari al 34,55% del capitale sociale del Credito del Lazio. Per effetto di tale acquisto, alla data del presente parere, Creval detiene 5.252.850 azioni ordinarie del Credito del Lazio corrispondenti al 90% circa del capitale sociale.

In data 14 aprile 2011, i Consigli di Amministrazione delle Banche e di Banca Cattolica hanno deliberato le contestuali operazioni di fusione per incorporazione di Banca Cattolica e Credito del Lazio in Credito Artigiano. A seguito del perfezionamento di tali operazioni Credito Artigiano provvederà all'emissione di massime 30.483.320 nuove azioni ordinarie così determinate:

- ◊ n. 12.697.520 azioni ordinarie da attribuire agli Azionisti di Banca Cattolica sulla base del rapporto di cambio determinato pari a n. 20 nuove azioni ordinarie di Credito Artigiano per ogni azione ordinaria di Banca Cattolica;
- ◊ n. 17.785.800 azioni ordinarie da attribuire agli Azionisti di Credito del Lazio sulla base del rapporto di cambio determinato pari a n. 3 nuove azioni ordinarie di Credito Artigiano per ogni azione ordinaria di Credito del Lazio.

I rapporti di cambio individuati non prevedono conguagli in denaro.

Credito Artigiano, Banca Cattolica e Credito del Lazio si riservano, qualora non fosse possibile procedere in via contestuale all'incorporazione di Banca Cattolica e Credito del Lazio, di dare esecuzione alla prospettata operazione anche dando corso (i) alla sola incorporazione di Banca Cattolica in Credito Artigiano, ovvero (ii) alla sola incorporazione di Credito del Lazio in Credito Artigiano, senza alcuna variazione nei rapporti di cambio individuati.

Le azioni ordinarie del Credito Artigiano che saranno emesse a servizio della Fusione avranno godimento 1° gennaio 2011, al pari di quelle in circolazione alla data di efficacia della Fusione.

Relativamente al valore nominale delle azioni del Credito Artigiano oggetto di concambio, il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano, in data 14 aprile 2011, ha deliberato di sottoporre all'Assemblea Straordinaria degli azionisti, subordinatamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte della Banca d'Italia, un aumento del capitale sociale, in forma gratuita, per un ammontare pari a Euro 28.479.136,00 mediante incremento del valore nominale delle azioni da Euro 1,00 ad Euro 1,10, da attuarsi prima della data di efficacia della Fusione oggetto del presente parere, con utilizzo parziale e imputazione a capitale delle riserve da rivalutazione ("Aumento Gratuito"). Qualora l'Aumento Gratuito non dovesse trovare esecuzione prima della data di efficacia della Fusione, le azioni di Credito Artigiano che verranno riconosciute agli azionisti di Banca Cattolica e di Credito del Lazio sulla base dei rapporti di cambio individuati avranno valore nominale pari a Euro 1 per azione.

Gli effetti della Fusione, ai sensi dell'art. 2504-bis del Codice Civile, decorreranno dalla data dell'ultimo giorno del mese in cui sarà avvenuta l'ultima iscrizione nel Registro delle Imprese dell'atto di fusione, ovvero dalla diversa data che sarà indicata nell'atto medesimo.

Ai fini della Fusione, i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2010 delle Banche sono stati assunti quali situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quater del Codice Civile.

Da un punto di vista contabile la Fusione si configura, in coerenza con i principi contabili internazionali IAS/IFRS, quale operazione c.d. "*under common control*", rendendo pertanto inapplicabile il disposto normativo dell'IFRS 3. In particolare, i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto di riflettere nel bilancio di Credito Artigiano i valori delle attività e delle passività di Credito del Lazio ai valori risultanti dal bilancio consolidato del Gruppo Credito Valtellinese, mentre le operazioni di Credito del Lazio saranno imputate al bilancio di Credito Artigiano a decorrere dalla data di efficacia della Fusione. Parimenti, anche gli effetti fiscali decorreranno dalla stessa data.

L'operazione di Fusione è soggetta alla preventiva autorizzazione da parte della Banca d'Italia, ottenuta in data 21 luglio 2011.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas Soc.Cons.P.A. ("Deltas"), società del Gruppo Creval che svolge attività di supporto strategico e amministrativo alle società del Gruppo, dalle Banche e dai Consulenti, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione principale:

- ◇ Il progetto di Fusione denominato "Progetto di Fusione per incorporazione in Credito Artigiano S.p.A. di Banca Cattolica S.p.A. e di Credito del Lazio S.p.A. - Redatto ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile" approvato dai Consigli di Amministrazione delle Banche in data 14 aprile 2011.
- ◇ La relazione del Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Banca Cattolica S.p.A. e Credito del Lazio S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A. del 14 aprile 2011, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinques del Codice Civile.
- ◇ La relazione del Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio S.p.A. sul progetto di fusione per incorporazione di Credito del Lazio S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A. del 14 aprile 2011, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinques del Codice Civile.
- ◇ Relazione di Equita denominata: "Credito Artigiano - Incorporazione di Banca Cattolica e Credito del Lazio in Credito Artigiano - Documento di supporto" dell'aprile 2011.
- ◇ Relazione di Deloitte denominata: "Credito del Lazio S.p.A. - Fusione per incorporazione di Credito del Lazio S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A." del 14 aprile 2011.
- ◇ Piano strategico del Gruppo Creval, approvato dalla capogruppo Creval in data 22 febbraio 2011, denominato: "Gruppo Creval - Piano Industriale 2011-2014 - Presentazione per il Consiglio di Amministrazione, 22 febbraio 2011".
- ◇ Statuti delle Banche.
- ◇ Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010 di Credito Artigiano, assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG S.p.A., con relazione emessa in data 23 marzo 2011.
- ◇ Situazione economica e patrimoniale al 31 marzo 2011 di Credito Artigiano.
- ◇ Proiezioni economico-finanziarie 2011-2015 di Credito Artigiano, predisposte dalla Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas in uno con i vertici di Credito Artigiano e con la Direzione Generale di Creval ("Proiezioni 2011-2015 di Credito Artigiano") approvate dal Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano del 14 aprile 2011.
- ◇ Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2010 di Credito del Lazio, da noi assoggettato a revisione contabile, con relazione emessa in data 30 marzo 2011.
- ◇ Situazione economica e patrimoniale al 31 marzo 2011 di Credito del Lazio.
- ◇ Proiezioni economico-finanziarie 2011-2015 di Credito del Lazio, predisposte dalla Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas in uno con i vertici di Credito del Lazio e con la Direzione Generale di Creval ("Proiezioni 2011-2015 di Credito del Lazio") approvate dal Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio del 14 aprile 2011.
- ◇ Informazioni relative all'andamento dei corsi di borsa ottenuti attraverso banche dati specializzate.
- ◇ Dati e informazioni pubblicamente disponibili relativi a transazioni avvenute sul mercato bancario italiano.

- ◇ Prospetti di calcolo predisposti dai Consulenti e risultati derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione utilizzati.
- ◇ Elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Il nostro lavoro si è inoltre basato su informazioni e spiegazioni forniteci, anche verbalmente, dalle Banche, da Deltas e dai Consulenti.

Abbiamo infine ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere rilasciate dalle Banche in data 29 luglio 2011, che, per quanto a conoscenza dei rispettivi Amministratori, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative alle assunzioni sottostanti le elaborazioni delle "Proiezioni 2011-2015" sopra richiamate, nonché ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

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

5.1. Considerazioni generali

Per le valutazioni necessarie ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione di Credito Artigiano e di Credito del Lazio si sono avvalsi rispettivamente dei consulenti Equita e Deloitte.

I Consigli di Amministrazione delle Banche, coerentemente con la prassi valutativa, hanno proceduto ad effettuare la valutazione di Credito Artigiano e di Credito del Lazio con l'ottica di esprimere una stima relativa dei valori delle stesse, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati, allo scopo di indicare un intervallo di valori delle Banche per l'individuazione del Rapporto di Cambio ritenuto congruo ai fini dell'operazione di Fusione.

I Consigli di Amministrazione delle Banche hanno applicato le metodologie valutative individuate in un'ottica "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla Fusione in esame e dalla contestuale fusione per incorporazione di Banca Cattolica in Credito Artigiano.

Alla luce delle considerazioni sopra riportate, sono state individuate le seguenti metodologie ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio:

- ◇ *Dividend Discount Model* adottato quale metodologia principale;
- ◇ Metodo dei multipli di borsa e metodo delle transazioni comparabili adottati quale metodologie di controllo.

La scelta da parte dei Consigli di Amministrazione delle Banche di adottare il metodo del *Dividend Discount Model* quale metodologia principale è stata motivata dal fatto che tale metodologia permette di individuare il valore economico delle stesse sulla base del loro piano di sviluppo economico e patrimoniale.

I metodi dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili, invece, sono stati utilizzati esclusivamente quale metodologie di controllo, al fine di verificare i risultati ottenuti attraverso l'adozione del metodo principale.

5.2. Descrizione dei metodi di valutazione

Dividend Discount Model

Il *Dividend Discount Model* nella versione "Excess Capital" ("DDM") determina il valore di un'azienda in funzione dei flussi finanziari futuri/dividendi potenziali che si stima essa sia in grado di distribuire ai suoi azionisti in chiave prospettica.

Il metodo DDM si basa sulla seguente formula:

$$W = \sum_{i=1}^n \frac{F_i}{(1 + ke)^i} + \frac{TV}{(1 + ke)^n}$$

dove:

- W valore economico dell'azienda oggetto di valutazione;
- ke tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale di rischio;
- F_i flusso finanziario/dividendo potenzialmente distribuibile nel periodo i -esimo di pianificazione esplicita;
- n periodo esplicito di pianificazione espresso in numero di anni;
- TV *Terminal Value* o valore terminale alla fine del periodo esplicito di pianificazione.

In particolare, l'applicazione del DDM si sviluppa nelle seguenti fasi:

- ◇ Determinazione del valore attuale dei flussi finanziari futuri/dividendi potenziali attesi nell'arco di un determinato orizzonte temporale di previsione e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione minimo coerente con le istruzioni dettate in materia dall'Autorità di Vigilanza e compatibile con la natura e l'evoluzione attesa delle attività.
- ◇ Calcolo del valore terminale stimato quale valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un flusso finanziario futuro/dividendo potenzialmente sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, definito secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{F_{sost} \times (1 + g)}{(ke - g)}$$

dove:

- F_{sost} flusso finanziario/dividendo sostenibile potenzialmente distribuibile al termine del periodo di pianificazione esplicita;
- g fattore di crescita di lungo periodo.
- ◇ Stima del tasso di attualizzazione. Il tasso di attualizzazione, assunto pari al costo del capitale proprio, è stato stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), secondo la seguente formula:

$$ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

dove:

- Rf "risk-free rate", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio;

$R_m - R_f$ "market premium", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "risk-free";

β "Beta" rappresenta il 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).

Metodo dei multipli di borsa

Secondo il metodo dei multipli di borsa, il valore di un'azienda dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico con riguardo a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione dei rapporti fondamentali (multipli) tra i valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa si sviluppa in generale sulla base delle seguenti fasi:

- ◇ Selezione del campione di riferimento.
- ◇ Determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ai fini dell'osservazione dei prezzi di borsa.
- ◇ Identificazione dei moltiplicatori ritenuti significativi e rappresentativi.
- ◇ Identificazione dell'intervallo di multipli e sua applicazione alla società oggetto di valutazione determinando un intervallo di valori per la società medesima.

Metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili è basato sull'analisi dei valori relativi ad un campione di operazioni di acquisizione relative a società ritenute comparabili con l'azienda oggetto di valutazione.

Nello specifico tale metodo individua il valore di una società sulla base dei multipli impliciti nei prezzi pagati per transazioni aventi ad oggetto l'acquisizione di società comparabili.

5.3. Sviluppo delle metodologie di valutazione da parte degli Amministratori di Credito Artigiano

Dividend Discount Model

Il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano ha provveduto ad applicare la metodologia del DDM al fine di determinare il valore economico delle Banche considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ L'orizzonte temporale esplicito è stato assunto pari a quello delle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.
- ◇ I dividendi potenzialmente distribuibili sono stati stimati sulla base di un requisito di patrimonializzazione minimo, Tier 1 Ratio obiettivo, assunto pari al 7%.

- ◇ Il costo del capitale proprio è stato stimato pari a 9,32% sulla base di:
 - Risk free rate stimato sulla base del rendimento lordo del BTP a 10 anni pari a 4,77%;
 - Beta determinato sulla base di un campione di società ritenute comparabili e stimato pari a 1,01;
 - Market premium determinato sulla base di serie storiche di lungo periodo e stimato pari a 4,5%.
- ◇ Il *Terminal Value* è stato stimato applicando al flusso di dividendo sostenibile al termine del periodo esplicito di pianificazione un fattore di crescita di lungo periodo pari al 2,0%.

Al fine di individuare degli intervalli di valori economici delle Banche, gli Amministratori di Credito Artigiano hanno fatto riferimento a variazioni in un intervallo di +/-0,5% del Tier 1 Ratio e del tasso di crescita di lungo periodo.

Metodo dei multipli di borsa

Il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano ha provveduto ad applicare la metodologia dei multipli di borsa considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ Un campione di banche italiane quotate di media dimensione i cui prezzi sono stati ritenuti significativi.
- ◇ I prezzi puntuali delle banche facenti parte del campione adottato al 6 aprile 2011.
- ◇ I multipli per le società del campione Prezzo/Utili ("P/E"), Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV") e Prezzo/Patrimonio Netto Tangibile ("P/TBV"), con riferimento sia ai dati storici del 2010 che ai dati prospettici relativi al 2011 e 2102 ricavati sulla base del consenso espresso dagli analisti finanziari.

Il Consiglio di Amministrazione ha applicato i moltiplicatori così rilevati ai corrispondenti dati storici 2010 e alle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.

Metodo delle transazioni comparabili

Il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano ha provveduto ad applicare la metodologia delle transazioni comparabili considerando operazioni di acquisizione avvenute sul mercato bancario italiano a partire dal 2008 e contraddistinte dai seguenti elementi:

- ◇ Operazioni aventi ad oggetto la maggioranza del capitale sociale.
- ◇ Operazioni amichevoli.
- ◇ Esclusione dei casi in cui una delle controparti fosse contraddistinta da difficoltà operativa o finanziaria.

Sulla base del campione così rilevato sono stati determinati i moltiplicatori impliciti P/E e P/BV delle transazioni individuate. Tali moltiplicatori sono stati quindi applicati ai corrispondenti dati storici delle Banche al 2010.

5.4. Sviluppo delle metodologie di valutazione da parte degli Amministratori di Credito del Lazio

Dividend Discount Model

Il Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio ha provveduto ad applicare la metodologia del DDM al fine di determinare il valore economico delle Banche considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ L'orizzonte temporale esplicito è stato assunto pari a quello delle Proiezioni 2011-2015 delle Banche.
- ◇ I flussi finanziari futuri potenzialmente distribuibili sono stati stimati sulla base dei requisiti di patrimonializzazione minimi, Tier 1 Ratio obiettivo e Total Capital Ratio obiettivo, rispettivamente assunti pari al 7% e 8%.
- ◇ Il costo del capitale proprio è stato stimato pari a 8,9% sulla base di:
 - Risk free rate stimato sulla base del rendimento medio lordo dei BTP a 10 anni pari a 4,23%;
 - Beta determinato sulla base della media dei Beta rilevati su un campione di banche quotate italiane e stimato pari a 0,93;
 - Market premium stimato in linea con la prassi valutativa e pari a 5,0%.
- ◇ Il *Terminal Value* è stato determinato considerando:
 - Un fattore di crescita di lungo periodo pari a 2,0%;
 - Un flusso finanziario distribuibile normalizzato stimato sulla base dei requisiti di patrimonializzazione coerenti con le richieste attese a regime dalla nuova normativa di vigilanza Basilea 3 e assunti in termini di Tier 1 Ratio obiettivo e Total Capital Ratio obiettivo rispettivamente pari a 7,0% e 10,5%.

Al fine di individuare degli intervalli di valori economici delle Banche, gli Amministratori di Credito del Lazio hanno fatto riferimento a variazioni in un intervallo di +/-0,5% del tasso di attualizzazione e del tasso di crescita di lungo periodo.

Metodo dei multipli di borsa

Il Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio ha provveduto ad applicare la metodologia dei multipli di borsa considerando gli elementi di seguito riportati:

- ◇ Un campione di banche italiane quotate ritenute comparabili alle Banche oggetto di valutazione.
- ◇ I prezzi puntuali delle banche facenti parte del campione adottato all'8 aprile 2011.
- ◇ I multipli per le società del campione Prezzo/Utili ("P/E") e Prezzo/Patrimonio Netto ("P/BV") con riferimento ai dati storici del 2010.

Il Consiglio di Amministrazione ha applicato i moltiplicatori così rilevati ai corrispondenti dati storici 2010 delle Banche.

Metodo delle transazioni comparabili

Il Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio ha provveduto ad applicare la metodologia delle transazioni comparabili considerando i multipli impliciti ricavati sulla base del prezzo

pagato in operazioni similari. Nello specifico, sono state considerate operazioni aventi ad oggetto l'acquisizione di banche italiane avvenute dal 2006 alla data della valutazione.

Ai fini della determinazione del valore economico delle Banche il Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio ha fatto riferimento al moltiplicatore P/BV.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

6.1. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Credito Artigiano

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano nella determinazione del Rapporto di Cambio possono così sintetizzarsi:

- ◊ È stato assunto che i dati previsionali, le stime e le proiezioni di carattere finanziario utilizzate ai fini della determinazione del valore economico di Credito del Lazio siano state elaborate secondo criteri di ragionevolezza. Tali dati presentano per loro natura elementi di incertezza e soggettività dipendenti dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni.
- ◊ È stato fatto affidamento sul fatto che la documentazione ricevuta e utilizzata rifletta con accuratezza, veridicità e completezza eventuali fattori di rischio in capo a Credito del Lazio 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 di Credito del Lazio.
- ◊ Inoltre il Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano precisa che:
 - L'analisi è stata condotta considerando le Banche 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 dati puntuali per la determinazione dei prezzi del campione selezionato e stime relative al consenso espresso dagli analisti finanziari per la determinazione dei dati operativi del campione selezionato.

6.2. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Credito del Lazio

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio nella determinazione del Rapporto di Cambio possono così sintetizzarsi:

- ◊ I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e a fenomeni esogeni all'azienda, nonché basati, nella fattispecie, su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi, che non necessariamente si verificheranno. Nella fattispecie la situazione d'incertezza sui tempi e la forza della ripresa delle economie mondiali sta generando impatti significativi sullo scenario macroeconomico. Considerato che le analisi sviluppate dal Consiglio di Amministrazione ai fini della determinazione di un intervallo di valori del Rapporto di Cambio sono fondate sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato, non si può

escludere che il perdurare di tale situazione e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sui risultati esposti.

- ◊ Nell'applicazione dei metodi di valutazione sono stati utilizzati anche dati relativi a quotazioni di borsa e previsioni di analisti finanziari che sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze dei mercati.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI

7.1. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Credito Artigiano

I risultati derivanti dall'applicazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano dei metodi valutativi sopra descritti sono così rappresentabili:

<i>Valori per azione €</i>	Credito Artigiano		Credito del Lazio	
	minimo	massimo	minimo	massimo
Metodologia principale:				
Dividend Discount Model	3,82	4,33	11,86	12,69
Metodologie di controllo:				
Multipli di borsa	1,09	2,05	4,65	6,20
Transazioni comparabili	2,55	6,22	13,27	15,48

Sulla base di tali risultati il Consiglio di Amministrazione è pervenuto ai seguenti intervalli di Rapporto di Cambio:

	Rapporto di Cambio	
	minimo	massimo
Metodologia principale:		
Dividend Discount Model	2,74x	3,32x
Metodologie di controllo:		
Multipli di borsa	2,27x	3,85x
Transazioni comparabili	2,13x	2,90x

All'esito del processo valutativo e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto conto della rilevanza data al DDM quale metodologia di valutazione per la determinazione del rapporto di cambio e tenuto anche conto del lavoro svolto da Equita, il Consiglio di Amministrazione del Credito Artigiano, all'esito delle negoziazioni intervenute, ha definito il Rapporto di Cambio in n. 3 azioni ordinarie Credito Artigiano del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna (post Aumento Gratuito), per ogni azione ordinaria di Credito del Lazio del valore nominale di Euro 0,03 ciascuna.

7.2. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Credito del Lazio

I risultati derivanti dall'applicazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio dei metodi valutativi sopra descritti sono così rappresentabili:

<i>Valori per azione €</i>	Credito Artigiano		Credito del Lazio	
	minimo	massimo	minimo	massimo
Metodologia principale:				
Dividend Discount Model	3,75	4,34	12,50	13,20
Metodologie di controllo:				
Transazioni comparabili	5,17	7,05	13,26	18,08
Multipli di borsa				
P/BV	1,83	2,09	4,69	5,35
P/E (*)	1,35	1,58	n.a.	n.a.

(*) non considerato per Credito del Lazio in quanto la Banca ha registrato una perdita nel 2010

Sulla base di tali risultati il Consiglio di Amministrazione è pervenuto ai seguenti intervalli di Rapporto di Cambio:

	Rapporto di Cambio	
	minimo	massimo
Metodologia principale:		
Dividend Discount Model	2,88x	3,52x
Metodologie di controllo:		
Transazioni comparabili	1,88x	3,50x
Multipli di borsa		
P/BV	2,24x	2,92x

Alla luce dei risultati ottenuti, il Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio ha definito il Rapporto di Cambio pari a n. 3 azioni ordinarie Credito Artigiano del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna (post Aumento Gratuito), per ogni azione ordinaria di Credito del Lazio del valore nominale di Euro 0,03 ciascuna.

8. LAVORO SVOLTO

I Consigli di Amministrazione delle Banche hanno assunto, quali situazioni patrimoniali ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-quater, i bilanci d'esercizio al 31 dicembre 2010. Nello specifico il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2010 di Credito Artigiano è stato assoggettato a revisione contabile da parte di KPMG S.p.A., mentre il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2010 di Credito del Lazio è stato da noi assoggettato a revisione contabile. Relativamente al bilancio del Credito Artigiano le nostre limitate procedure di revisione sono consistite nell'incontro con la società di revisione KPMG S.p.A. al fine di discutere il lavoro svolto dalla stessa e i risultati raggiunti.

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

- ◇ Il progetto di Fusione denominato "Progetto di Fusione per incorporazione in Credito Artigiano S.p.A. di Banca Cattolica S.p.A. e di Credito del Lazio S.p.A. - Redatto ai sensi dell'art. 2501-ter del Codice Civile" approvato dai Consigli di Amministrazione delle Banche in data 14 aprile 2011.
- ◇ Esame della relazione del Consiglio di Amministrazione di Credito Artigiano sul progetto di fusione per incorporazione di Banca Cattolica e Credito del Lazio in Credito Artigiano del 14 aprile 2011, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinques del Codice Civile.
- ◇ Esame della relazione del Consiglio di Amministrazione di Credito del Lazio sul progetto di fusione per incorporazione di Credito del Lazio in Credito Artigiano del 14 aprile 2011, redatta ai sensi dell'art. 2501-quinques del Codice Civile.
- ◇ Esame della relazione di Equita denominata: "Credito Artigiano - Incorporazione di Banca Cattolica e Credito del Lazio in Credito Artigiano" dell'aprile 2011 anche mediante incontri con i rappresentanti di Equita per discutere l'attività svolta.
- ◇ Esame della relazione di Deloitte denominata: "Credito del Lazio S.p.A. - Fusione per incorporazione di Credito del Lazio S.p.A. in Credito Artigiano S.p.A." del 14 aprile 2011 anche mediante incontri con i rappresentanti di Deloitte per discutere l'attività svolta.
- ◇ Verifica della completezza e adeguatezza delle motivazioni adottate dai Consigli di Amministrazione delle Banche riguardanti le metodologie utilizzate nella determinazione del Rapporto di Cambio.
- ◇ Esame critico dei metodi di valutazione sviluppati dai Consigli di Amministrazione delle Banche e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione dei valori economici delle Banche partecipanti alla Fusione e del Rapporto di Cambio.
- ◇ Verifica dell'uniformità di applicazione dei metodi di valutazione adottati al fine di pervenire a valori economici relativi delle Banche.
- ◇ Svolgimento di analisi di sensitività con l'obiettivo di verificare quanto l'intervallo di valori del Rapporto di Cambio individuato sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri valutativi adottati.
- ◇ Verifica della correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione dell'intervallo di valori del Rapporto di Cambio individuato eseguiti dai Consigli di Amministrazione delle Banche anche con il supporto dei Consulenti.
- ◇ Discussione con la Direzione delle Banche, circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate.
- ◇ Discussione con la Direzione delle Banche e la Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, allo scopo di verificare la ragionevolezza delle assunzioni su cui si fondano le Proiezioni 2011-2015 delle Banche.
- ◇ Raccolta di informazioni, attraverso colloqui con la Direzione delle Banche e con la Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas, circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione delle Proiezioni 2011-2015, con riferimento ad eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le

elaborazioni delle stesse, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati della valutazione.

- ◊ Raccolta di informazioni, mediante colloqui con la Direzione delle Banche e con la Direzione Pianificazione e Affari Generali di Deltas, circa l'andamento economico e la situazione patrimoniale al 31 marzo 2011 al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione.
- ◊ Ottenimento di attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione delle Banche, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e che non sono intervenuti eventi che possano comportare significative variazioni dei parametri assunti ai fini della determinazione dell'intervallo di valori del Rapporto di Cambio individuato.

9. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI DAGLI AMMINISTRATORI

Riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale seguito dai Consigli di Amministrazione delle Banche consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole banche oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei con l'obiettivo di addivenire a valori confrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate per operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite e pertanto non sono utilizzabili per finalità diverse.

Abbiamo quindi svolto un esame critico delle metodologie seguite dai Consigli di Amministrazione delle Banche, anche sulla base delle indicazioni dei Consulenti, per la determinazione del valore relativo di Credito del Lazio e di Credito Artigiano e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze.

In particolare le principali considerazioni sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà sui metodi di valutazione adottati e sulla determinazione del Rapporto di Cambio sono le seguenti:

- ◊ I Consigli di Amministrazione delle Banche, anche con l'ausilio dei rispettivi Consulenti, hanno svolto le proprie analisi e valutazioni ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio considerando le medesime metodologie valutative.
- ◊ I metodi adottati sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni aziendali, in generale ed in particolare nell'ambito del settore di riferimento. Le relazioni dei Consigli di Amministrazione descrivono le caratteristiche delle metodologie utilizzate e le modalità della loro applicazione.
- ◊ La scelta dei criteri valutativi ha privilegiato metodi che consentissero di tenere conto degli elementi caratteristici delle Banche oggetto di valutazione e di esprimere, nel contempo, valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

- ◇ I metodi valutativi adottati sono stati sviluppati su base "stand alone", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle Banche.
- ◇ I parametri adottati dai Consigli di Amministrazione nello sviluppo delle metodologie valutative si collocano all'interno degli intervalli di valori mediamente osservabili sulla base dei dati di mercato attualmente rilevabili.
- ◇ Abbiamo riscontrato una sostanziale correttezza matematica dei calcoli sottostanti lo sviluppo delle metodologie valutative adottate.
- ◇ Abbiamo sviluppato analisi di sensitività al fine di verificare la variabilità del Rapporto di Cambio determinato dai Consigli di Amministrazione delle Banche al variare dei principali parametri valutativi adottati. I risultati di tali analisi confermano nella sostanza gli intervalli di valori individuati.
- ◇ L'intervallo di rapporti di cambio determinato attraverso l'applicazione della metodologia principale ha trovato sostanziale conferma nei risultati ottenuti attraverso l'applicazione delle metodologie di controllo.
- ◇ All'esito del complessivo processo valutativo sviluppato, i Consigli di Amministrazione delle Banche hanno determinato il Rapporto di Cambio nell'ambito dell'intervallo di valori risultante dall'applicazione della metodologia principale.

10. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- ◇ Utilizzo di dati previsionali. Ai fini delle stime effettuate dai Consigli di Amministrazione delle Banche sono stati impiegati dati previsionali. Tali stime, per loro natura, presentano profili di incertezza, in quanto basate su dati di natura previsionale, e dipendono dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate per la redazione dei dati prospettici.
- ◇ Scenario macroeconomico. La crisi finanziaria internazionale ha manifestato e continua a manifestare impatti significativi sullo scenario macroeconomico e sul sistema bancario. Considerato che le analisi valutative sviluppate dai Consigli di Amministrazione delle Banche, alla base della determinazione del Rapporto di Cambio, si fondano sull'utilizzo di dati prospettici e su parametri di mercato (quali tassi di interesse, coefficienti di volatilità, premi per il rischio, prezzi di borsa, multipli di transazioni), non si può escludere che il perdurare della crisi e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sui valori economici determinati dai Consigli di Amministrazione e, conseguentemente, sul Rapporto di Cambio individuato.
- ◇ I Consigli di Amministrazione delle Banche hanno incontrato i limiti e le difficoltà di valutazione indicati nel precedente paragrafo 6.

Le predette oggettive difficoltà sono state attentamente considerate ai fini della predisposizione della presente relazione.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come descritto nella presente relazione e avuto riguardo a quanto indicato nel precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Banche 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 delle azioni, contenuto nel progetto di fusione, pari a n. 3 azioni ordinarie Credito Artigiano S.p.A. del valore nominale di Euro 1,10 ciascuna (post Aumento Gratuito), per ogni azione ordinaria di Credito del Lazio S.p.A. del valore nominale di Euro 0,03 ciascuna.

Milano, 29 luglio 2011

Reconta Ernst & Young S.p.A.


Carlo Vago
(Socio)