

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

**Agli Azionisti della
BANCA DI IMOLA S.p.A.**

**Agli Azionisti della
CASSA DEI RISPARMI DI MILANO E DELLA LOMBARDIA S.p.A.**

1. MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO

Abbiamo ricevuto dal Tribunale di Bologna, in data 6 marzo 2012, l'incarico di redigere, quale esperto comune per le società Banca di Imola S.p.A. (di seguito anche "Banca di Imola" o la "Società Incorporante") e la Cassa dei Risparmi di Milano e della Lombardia S.p.A. (di seguito anche "Cassa di Milano" o la "Società Incorporata" e, congiuntamente a Banca di Imola, "le Società"), ai sensi dell'art. 2501 *sexies* del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio fra le azioni ordinarie della Banca di Imola e le azioni ordinarie della Cassa di Milano (di seguito anche il "Rapporto di Cambio"), nell'ambito della fusione per incorporazione della Cassa di Milano in Banca di Imola (di seguito la "Fusione").

Per le finalità del nostro incarico abbiamo ricevuto da Banca di Imola e dalla Cassa di Milano il progetto di fusione (di seguito anche il "Progetto di Fusione"), redatto ai sensi dell'art. 2501 *ter* del Codice Civile, corredato dell'apposita relazione illustrativa degli Amministratori della Banca di Imola e della Cassa di Milano (di seguito anche gli "Amministratori") che illustra e motiva, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione medesimo e, in particolare, il Rapporto di Cambio fra le azioni delle Società, ai sensi dell'art. 2501 *quinquies* del Codice Civile. A tale riguardo, gli Amministratori hanno utilizzato quali situazioni patrimoniali di riferimento per la Fusione, le situazioni patrimoniali di Banca di Imola e della Cassa di Milano al 31 dicembre 2011, sostanzialmente corrispondenti a quelle risultanti dai progetti di bilancio al 31 dicembre 2011 della Banca di Imola e della Cassa di Milano, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 19 marzo 2012. Tali progetti di bilancio sono stati successivamente approvati dalle Assemblee Ordinarie rispettivamente in data 23 aprile 2012 e in data 18 aprile 2012.

Secondo quanto previsto dal Progetto di Fusione, l'operazione si realizzerà con l'aumento di capitale sociale della Banca di Imola per:

- massimo Euro 2.451.735,00 mediante emissione di massimo n. 817.245 nuove azioni ordinarie, da nominali Euro 3,00 ciascuna, contro annullamento di tutte le azioni ordinarie della Cassa di Milano, sulla base dei rapporti di cambio stabiliti.

Le azioni di nuova emissione della Società Incorporante al servizio della Fusione saranno da attribuire agli azionisti della Cassa di Milano nella seguente proporzione:

- n. 0,22 azioni ordinarie di Banca di Imola per ogni azione ordinaria interamente liberata di Cassa di Milano;
- n. 0,11 azioni ordinarie di Banca di Imola per ogni azione ordinaria non interamente liberata di Cassa di Milano.

In data 30 gennaio 2012 ed in data 9 febbraio 2012 i Consigli di Amministrazione della Banca di Imola e della Cassa di Milano hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione che sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie delle Società, convocate per il 16 luglio 2012.

Il nostro lavoro si è concluso in data 11 giugno 2012 e, pertanto, tutti i dati e le informazioni relativi ad avvenimenti successivi a tale data non sono presi in considerazione ai fini della presente relazione. Pertanto, non assumiamo la responsabilità di aggiornare la presente relazione per eventi o circostanze che dovessero verificarsi successivamente alla data menzionata.

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

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

Al riguardo, per la determinazione dei metodi di valutazione e, quindi, del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione della Banca di Imola e della Cassa di Milano si sono avvalsi dell'assistenza della PriceWaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (di seguito, per brevità, l' "Advisor" o "PwC") e collaboratori di TLS Associazione Professionale di Avvocati e Commercialisti (di seguito anche "TLS" e, congiuntamente a PwC, i "Consulenti").

2. DESCRIZIONE DELL'OPERAZIONE

Nell'ambito del progetto di riorganizzazione societaria, la Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A., capogruppo dell'omonimo Gruppo Bancario (di seguito, per brevità, "Carira" o la "Capogruppo") ha ritenuto opportuno ridefinire le strategie di posizionamento e presidio territoriale del Gruppo Bancario Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A. (di seguito, per brevità, il "Gruppo Bancario") nelle Regioni del Nord Italia e, pertanto, la Fusione per incorporazione della Cassa di Milano nella Banca di Imola, sue controllate, rappresenta un passaggio fondamentale per il raggiungimento di tali obiettivi di mercato, anche tramite lo snellimento della struttura del Gruppo Bancario ed una sensibile riduzione dei costi.

A tal fine gli Amministratori evidenziano che, all'aumento dimensionale di Banca di Imola, che si realizzerà in conseguenza dell'incorporazione della Cassa di Milano, si riconnettono vantaggi legati alla presenza territoriale della medesima anche alla luce del suo insediamento nel cuore economico e finanziario del Paese, nonché ad un migliore utilizzo della capacità produttiva aziendale, fra cui:

- i. la semplificazione nel governo societario e la riduzione della complessità gestionale a livello di Gruppo Bancario;
- ii. la riduzione dei costi di gestione, dei costi fissi di struttura e delle spese amministrative, anche grazie alle creazioni di nuove sinergie operative;
- iii. la valorizzazione dei marchi maggiormente riconosciuti dal mercato con la possibilità di mantenimento a Milano dell'originario marchio della Cassa di Milano;
- iv. l'ottimizzazione delle risorse impegnate nella direzione generale e nella rete con accentramento delle eventuali funzioni duplicate all'interno del Gruppo.

In particolare, con l'accentramento nelle strutture organizzative di Banca di Imola delle funzioni attualmente svolte dalla Cassa di Milano, si configurerà uno snellimento ed una velocizzazione dei processi di amministrazione e gestione, con un miglioramento del rapporto costi/benefici ed un recupero in termini di efficienza.

D'altra parte, la Fusione genererà vantaggi anche grazie al recupero di costi amministrativi, poiché non saranno più sostenuti tutti gli attuali oneri necessari al funzionamento di una struttura societaria indipendente. Trattasi, prevalentemente, dei costi operativi della società, sostanzialmente legati ai compensi dovuti ai membri degli organi sociali e amministrativi nonché per il pagamento dei servizi resi dai fornitori della Cassa di Milano.

Per effetto della Fusione, la Società Incorporante aumenterà il proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 2.451.735,00 mediante emissione di massime n. 817.245 azioni ordinarie da nominali Euro 3,00 ciascuna, in applicazione del rapporto di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni in precedenza indicati.

Si fa inoltre presente che all'assemblea straordinaria di Banca di Imola, convocata per l'approvazione della fusione, verrà proposta l'adozione di un nuovo testo di statuto sociale che prevederà, oltre alla modifica dell'art. 5 del medesimo, relativa al capitale sociale di Banca di Imola conseguente all'emissione di nuove azioni da assegnare in concambio ai soci della Cassa di Milano per effetto della Fusione, la modifica dell'art. 1 al fine di consentire l'eventuale utilizzo dei segni distintivi della Cassa di Milano.

Come indicato nel paragrafo 1 della presente relazione, in data 30 gennaio 2012 ed in data 9 febbraio 2012, i Consigli di Amministrazione della Banca di Imola e della Cassa di Milano hanno approvato, ciascuno per quanto di propria pertinenza, il Progetto di Fusione.

Il perfezionamento dell'operazione di fusione comporterà l'annullamento delle azioni ordinarie di Cassa di Milano.

Agli azionisti della Società Incorporata verranno assegnate, sulla base del rapporto di cambio indicato in precedenza, massimo n. 817.245 azioni di Banca di Imola, del valore nominale di Euro 3,00 ciascuna.

In caso di resti, la Società Incorporante provvederà ad organizzare, nell'ambito delle modalità di assegnazione delle azioni, un mercato di scambio dei resti medesimi (senza aggravio di spese, bolli e commissioni).

Non sono previsti conguagli in denaro a favore degli azionisti delle Società.

Non sono previsti particolari benefici a favore degli Amministratori e dei Sindaci delle Società.

Gli effetti della Fusione, ai sensi dell'art. 2504 *bis*, comma 2, 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 (di seguito, per brevità, la "Data di Efficacia della Fusione").

Con riferimento a quanto previsto dall'art. 2501 *ter*, comma 1 n. 6, del Codice Civile, le operazioni effettuate dalla Società Incorporata saranno imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dal 1 gennaio 2012.

Dalla stessa data decorreranno gli effetti fiscali della Fusione.

Né Banca di Imola, né la Cassa di Milano hanno emesso titoli, diversi dalle azioni, cui possa essere riservato, nel contesto della Fusione, un trattamento particolare.

Parimenti non è previsto un trattamento particolare per alcuna categoria di azionisti.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Banca di Imola, dalla Cassa di Milano e dalla Capogruppo i documenti ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto la documentazione di seguito riportata:

a. il Progetto di Fusione e la Relazione Illustrativa dei Consigli di Amministrazione della Banca di Imola e della Cassa di Milano approvati nelle rispettive riunioni del 30 gennaio 2012 e del 9 febbraio 2012, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

- n. 0,22 azioni ordinarie di Banca di Imola per ogni azione ordinaria interamente liberata di Cassa di Milano;
- n. 0,11 azioni ordinarie di Banca di Imola per ogni azione ordinaria non interamente liberata di Cassa di Milano.

b. Documento predisposto dall'Advisor contenente l'analisi del possibile intervallo dei rapporti di cambio redatto in data 27 gennaio 2012;

c. la seguente documentazione societaria ed amministrativo-contabile:

- statuto sociale della Banca di Imola e della Cassa di Milano;
- bilanci di esercizio della Banca di Imola al 31 dicembre 2010 e 2011, da noi assoggettati a revisione legale ed approvati dall'Assemblea degli Azionisti rispettivamente in data 26 aprile 2011 e 23 aprile 2012;
- bilanci di esercizio della Cassa di Milano al 31 dicembre 2010 e 2011, da noi assoggettati a revisione legale ed approvati dall'Assemblea degli Azionisti rispettivamente in data 20 aprile 2011 e 18 aprile 2012;
- situazioni patrimoniali pre-consuntive al 31 dicembre 2011 della Banca di Imola e della Cassa di Milano utilizzate dall'Advisor nell'ambito della determinazione del possibile intervallo dei rapporti di cambio;
- piano Strategico 2010 – 2013 del Gruppo Cassa di Risparmio di Ravenna contenente i dati patrimoniali ed economici previsionali, relativi allo stesso periodo, per la Banca di Imola e per la Cassa di Milano approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione delle Società in data 12 dicembre 2011 e 21 dicembre 2011;
- proiezioni economico-finanziarie 2012-2014 di Banca di Imola e della Cassa di Milano approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 30 gennaio 2012 e 9 febbraio 2012;
- relazione trimestrale del controllo di gestione della Banca di Imola al 31 marzo 2012 approvata dal Consiglio d'Amministrazione in data 22 maggio 2012;
- relazione trimestrale del controllo di gestione della Cassa di Milano al 31 marzo 2012 approvata dal Consiglio d'Amministrazione in data 23 maggio 2012;
- dettagli e prospetti di calcolo elaborati dall'Advisor ed utilizzati nella predisposizione del documento di cui al precedente punto b.;

- estratto firmato dai rispettivi Rappresentanti Legali, del verbale delle riunioni del Consiglio di Amministrazione della Banca di Imola e della Cassa di Milano tenutesi rispettivamente in data 4 giugno 2012 e 11 giugno 2012 nelle quali gli Amministratori delle Società, dopo aver esaminato il prospetto contabile riportante il confronto tra i dati pre-consuntivi al 31 dicembre 2011 utilizzati dall'Advisor incaricato e quelli definitivi risultanti dai progetti di bilancio al 31 dicembre 2011 successivamente approvati, prendono atto della loro sostanziale corrispondenza e dell'assenza di differenze tali da modificare le valutazioni economiche delle Società ed il conseguente rapporto di cambio utilizzato ai fini dell'operazione di fusione.

d. Elementi contabili e statistici nonché ogni altra documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

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

4. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

4.1. Considerazioni metodologiche

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, hanno effettuato una valutazione delle Società utilizzando metodologie valutative ritenute appropriate al caso specifico. Tali metodologie sono state scelte nell'ambito di quelle comunemente accettate dalla prassi e dalla dottrina professionale e ritenute idonee a rappresentare le caratteristiche economiche, patrimoniali e finanziarie delle Società. I parametri necessari alla applicazione di tali metodologie sono stati definiti al fine di pervenire a valutazioni omogenee.

Secondo la normale prassi valutativa, il presupposto fondamentale per l'ottenimento di valori comparabili ai fini di operazioni di fusione è infatti l'omogeneità e la confrontabilità dei metodi applicati, compatibilmente con le caratteristiche delle società e/o dei gruppi oggetto di valutazione.

Pertanto, le valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa dei valori delle Società, dando preminenza all'omogeneità e comparabilità dei metodi adottati rispetto alla determinazione del valore assoluto delle Società considerate singolarmente.

Le valutazioni sono state inoltre effettuate dagli Amministratori in ottica *stand-alone*, senza tener conto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dalla Fusione.

4.2 Metodi seguiti dagli Amministratori

Come riportato dagli Amministratori, le metodologie di valutazione utilizzate, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, non si discostano da quelle applicate per la determinazione del valore del capitale economico di ogni altra impresa. Come tali, esse prendono a riferimento gli elementi qualitativi e quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, della clientela, della struttura patrimoniale, del profilo di rischio e della redditività sostenibile delle società oggetto di analisi.

In considerazione della finalità delle valutazioni, nonché delle caratteristiche delle società coinvolte nell'operazione, gli Amministratori, supportati dall'Advisor, hanno ritenuto opportuno adottare una metodologia di tipo analitico basata, in particolare, sulle proiezioni 2012-2014 predisposte dalle Società ed approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione. A supporto dei risultati ottenuti con tale metodologia, gli Amministratori hanno utilizzato anche una metodologia di tipo empirico.

In particolare, è stato utilizzato il Dividend Discount Model nella versione *excess capital* ("DDM") quale metodologia di valutazione principale. Il DDM rappresenta un metodo ampiamente adottato nella prassi nazionale e internazionale per la valutazione di aziende bancarie, assicurative e finanziarie tenute al rispetto di requisiti minimi di patrimonializzazione.

Per quanto concerne la metodologia empirica gli Amministratori, in accordo con l'Advisor, hanno fatto riferimento al metodo delle transazioni comparabili ("Deal Multiples" o "Multipli M&A") ed in particolare al multiplo Prezzo/Margine di Intermediazione ("P/MIT") ed al multiplo (Prezzo-Patrimonio netto tangibile)/Raccolta Totale ("Avv/RT") rivenienti da un campione di transazioni comparabili identificate.

Il metodo empirico dei Multipli M&A è stato utilizzato come metodo di controllo.

La data di riferimento delle valutazioni effettuate dagli Amministratori con il supporto dell'Advisor è quella del 31 dicembre 2011.

4.3. Descrizione dei metodi di valutazione

4.3.1. Dividend Discount Model nella variante Excess Capital

Il Dividend Discount Model nella variante *Excess Capital* ipotizza che il valore di una società (W) risulti dall'applicazione della seguente formula:

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

dove:

FT_t = flussi finanziari potenzialmente distribuibili agli azionisti nell'orizzonte temporale prescelto sulla base delle proiezioni economico finanziarie elaborate, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;

i = tasso di attualizzazione rappresentato dal costo del capitale proprio, pari al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio;

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

Tale metodologia è stata applicata dagli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, sulla base dei dati economici e patrimoniali preconsuntivi 2011 e prospettici 2012-2014 di Banca di Imola e Cassa di Milano approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 30 gennaio 2012 e 9 febbraio 2012, e di un *Common Equity ratio target* pari al 7,0%.

Il tasso di attualizzazione è stato stimato dagli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, attraverso l'applicazione del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) secondo la seguente formula:

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

dove:

R_f = tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, integrato del fattore rischio paese, pari al rendimento medio netto a 6 mesi del BTP decennale emesso dallo stato italiano, stimato pari al 5,3% (alla data del 31 dicembre 2011);

$R_m - R_f$ = premio per il rischio richiesto dal mercato, pari al 5,0%;

Beta = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto al mercato), pari a 0,7 (valore medio al 31 dicembre 2011 dei beta di un campione di società comparabili, costituito da banche italiane quotate di media dimensione, calcolato su base mensile e su un orizzonte temporale di 5 anni);

Alla luce di quanto precede il tasso di attualizzazione è stato stimato pari all'8,9%;

Il Terminal Value è stato determinato dagli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, sulla base del valore attuale di una rendita perpetua basata sulla stima del flusso finanziario normalizzato distribuibile nel lungo periodo nel rispetto dei requisiti patrimoniali e di un tasso di crescita "g" pari al 2%.

Al fine di meglio apprezzare la sensibilità dei valori ottenuti rispetto ai parametri valutativi utilizzati, gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, hanno effettuato analisi di sensibilità in relazione al tasso di crescita di lungo periodo (+/- 50 bps) e al tasso di attualizzazione (+/- 50 bps).

4.3.2. Metodo delle transazioni comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili permette di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano avuto ad oggetto realtà comparabili con la società oggetto di analisi.

Gli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, hanno utilizzato il metodo delle transazioni comparabili prendendo a riferimento i moltiplicatori (Avv/RT; P/MIT) osservati per un campione di transazioni effettuate in Italia nel periodo 2008 - 2010 e ritenute omogenee all'operazione in oggetto in quanto riferite ad operazioni di acquisizione di quote di maggioranza di banche caratterizzate da operatività prevalentemente *retail* nel proprio territorio di riferimento. L'Advisor ha proceduto a calcolare i multipli riconosciuti nelle transazioni ritenute comparabili, sulla base della valutazione del 100% della società *target*, ottenuta dividendo il prezzo effettivamente pagato dall'acquirente per la quota percentuale acquisita.

	Target	Acquirente	Stake	P/MIT	Avv/RT
2008	Banca Monte Parma	Vari	49%	4,57x	4,47%
2008	CR Fano	CREVAL	82%	7,91x	18,22%
2008	BP Mantova	BP Milano	57%	7,55x	11,92%
2008	CR Orvieto	BP Bari	74%	4,29x	12,44%
2009	Banca Cattolica	CREVAL	80%	5,42x	10,3%
2010	Banca Caripe	Banca Tercas	95%	n.a.	5,83%
2010	Banca Monte Parma	Intesa San Paolo	51%	n.a.	3,15%
	Media			5,9x	9,48%

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, Banca di Imola e Cassa di Milano sono state valorizzate sulla base del valore medio dei moltiplicatori osservati per il campione di transazioni comparabili riportati nella tabella sopra riportata.

5. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI

Le valutazioni svolte dagli Amministratori, anche con l'assistenza e il supporto del proprio Advisor, devono essere considerate alla luce dei seguenti limiti e difficoltà di valutazione, così come indicato dagli stessi nella loro Relazione Illustrativa al Progetto di Fusione:

- le metodologie di valutazione adottate si sono basate sulle proiezioni 2012-2014 delle Società. I dati prospettici e le ipotesi, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Tale limitazione è stata, tuttavia, mitigata mediante lo sviluppo di analisi di sensibilità rispetto alle variazioni degli assunti di base rappresentati dal costo del capitale proprio e dal tasso di crescita di lungo periodo;
- relativamente alle 2.476.500 azioni di Cassa di Milano non interamente liberate, in considerazione del fatto che non sono previste speciali disposizioni statutarie, o patti parasociali riguardanti i diritti di voto e di partecipazione agli utili ad esse associati, gli Amministratori hanno ritenuto di attribuire a tali azioni un valore pari al 50% di quello attribuito alle azioni liberate, coerentemente con i versamenti effettuati dai soci.

6. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAGLI AMMINISTRATORI

Sulla base di quanto descritto in precedenza gli Amministratori, avvalendosi delle indicazioni ricevute dall'Advisor, hanno individuato i seguenti intervalli di valore per azione delle Società.

Valori per Azione				
	Banca di Imola		Cassa Milano (*)	
<i>Valori arrotondati, Euro mln</i>	Min	Max	Min	Max
Metodo principale ^(*)				
Dividend Discount Model	21,5	25,5	5,0	5,3
Metodi di controllo				
Multipli M&A	43,0 ^(**)	49,8 ^(***)	6,7 ^(**)	13,0 ^(***)

^(*) Tale valore è riferito alle azioni interamente liberate. Per quanto concerne le azioni non interamente liberate il valore economico delle stesse è pari al 50% del valore delle azioni interamente liberate (range DDM tra Euro 2,5 e Euro 2,7; range Multipli M&A tra Euro 3,35 e 7,5).

^(**) Multiplo P/MIT

^(***) Multiplo Avv/RT

Sulla base degli intervalli di valore relativi alla Banca di Imola e alla Cassa di Milano derivanti dall'applicazione dei metodi di cui sopra, gli Amministratori hanno individuato per ciascuna metodologia i seguenti rapporti di cambio:

Rapporti di Cambio^(*)		
<i>Valori arrotondati, Euro</i>	Min	Max
Metodo principale		
Dividend Discount Model	0,20	0,25
Metodi di controllo		
Multipli M&A	0,16	0,26

^(*) Per l'individuazione degli intervalli del Rapporto di Cambio sono stati rapportati per ciascuna metodologia i valori per azione minimi della Cassa di Milano con i valori per azione massimi di Banca di Imola e i valori per azione massimi della Cassa di Milano con i valori per azione minimi di Banca di Imola.

Per quanto concerne le azioni non interamente liberate gli Amministratori, supportati dall'Advisor, hanno stimato il rapporto di cambio pari alla metà del valore delle azioni ordinarie interamente liberate valutate con il metodo principale (*DDM range* compreso tra 0,10 e 0,12), coerentemente con la percentuale di versamento effettuata dai soci per le stesse (50% del valore delle azioni ordinarie).

6.1. Determinazione del Rapporto di Cambio

Gli Amministratori, a conclusione del processo valutativo e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto conto del profilo strategico della Fusione e anche del lavoro svolto dall'Advisor, all'esito delle negoziazioni intervenute, hanno definito il seguente Rapporto di Cambio:

- n. 0,22 azioni ordinarie di Banca di Imola per ogni azione ordinaria interamente liberata della Cassa di Milano;
- n. 0,11 azioni ordinarie di Banca di Imola per ogni azione ordinaria non interamente liberata della Cassa di Milano.

7. LAVORO SVOLTO

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

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

- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, assumono come base di riferimento le situazioni patrimoniali pre-consuntive al 31 dicembre 2011 della Banca di Imola e della Cassa di Milano, sostanzialmente corrispondenti a quelle risultanti dai progetti di bilancio al 31 dicembre 2011 della Banca di Imola e della Cassa di Milano, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 19 marzo 2012. Come in precedenza riportato, i bilanci di esercizio della Banca di Imola e della Cassa di Milano sono stati da noi assoggettati a revisione legale. Le suddette situazioni patrimoniali pre-consuntive sono state oggetto di analisi al fine di verificare la natura e l'ammontare delle differenze rispetto ai dati dei bilanci definitivi al 31 dicembre 2011.

- Fermi restando l'incertezza ed i limiti connessi ad ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione del Gruppo i criteri utilizzati per la redazione dei piani industriali riferiti agli esercizi 2010 - 2013 delle Società, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 12 dicembre 2011 e 21 dicembre 2011, nonché le Proiezioni economico-finanziarie 2012-2014 delle Società approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 30 gennaio 2012 e 9 febbraio 2012 e verificato che gli stessi fossero stati redatti secondo un criterio di omogeneità.
- Abbiamo raccolto, attraverso colloqui con la Direzione delle Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura del bilancio al 31 dicembre 2011 delle Società sino alla data della presente relazione, con particolare riferimento ai fatti che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Il sopradescritto lavoro è stato svolto nella misura ritenuta necessaria per le finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1.
- Abbiamo infine analizzato la restante documentazione elencata al precedente paragrafo 3.

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

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

Abbiamo inoltre svolto le seguenti procedure:

- verifica della completezza e dell'omogeneità delle motivazioni addotte dagli Amministratori in ordine ai metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 3.;
- verifica della correttezza aritmetica del calcolo degli intervalli individuati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor;
- sviluppo di analisi di sensibilità nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di verificarne l'impatto sul Rapporto di Cambio al variare delle ipotesi e dei parametri utilizzati dall'Advisor;
- colloqui con l'Advisor, con il quale abbiamo discusso l'attività di analisi svolta sulle Società, con particolare riferimento ai parametri considerati in ciascuna valutazione e al grado di sostenibilità attribuita dall'Advisor alle assunzioni su cui si basano i dati economici e patrimoniali prospettici 2012-2014.

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

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni, hanno privilegiato metodi che assicurano valori comparabili per le Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Per tale finalità hanno seguito il principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione, attraverso l'utilizzo per ciascuna società di metodi e/o di parametri che ne apprezzino le peculiarità e le leve di creazione del valore. Benché, infatti, operino nello stesso settore, le Società presentano caratteristiche dimensionali, operative ed organizzative nonché aree d'affari differenti.

Ciò premesso, esprimiamo le nostre considerazioni al riguardo:

- le valutazioni sono state svolte dagli Amministratori su basi *stand-alone* e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie rivenienti dalla Fusione, che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti/soci. Tale impostazione è generalmente seguita in analoghe valutazioni ed è prassi condivisa nel caso di operazioni di fusione;
- i metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione delle Società sono comunemente accettati ed utilizzati nel settore bancario, sia a livello nazionale che internazionale. Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio condiviso nella prassi in quanto consente anche di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. I metodi adottati non devono essere peraltro analizzati singolarmente, bensì considerati come parte inscindibile di un processo di valutazione unico.

Rispetto all'adeguatezza dei metodi di valutazione utilizzati nel caso specifico evidenziamo le seguenti considerazioni:

- *Dividend Discount Model* – il DDM consente di apprezzare il valore di una società sulla base del suo piano di sviluppo e delle sue caratteristiche intrinseche. La scelta di utilizzare, quale metodo finanziario, il metodo Dividend Discount Model 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. Nel caso specifico gli Amministratori di Banca di Imola e della Cassa di Milano hanno adottato tale metodologia come metodo principale ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.
- *Metodo delle transazioni comparabili* – il metodo delle transazioni comparabili consente di apprezzare il valore di una società a partire dalle valorizzazioni evidenziate in transazioni di mercato che abbiano riguardato realtà comparabili con la società oggetto di analisi. Tale metodologia è adatta nel caso in cui si abbia a disposizione un numero sufficientemente ampio di transazioni avvenute nel recente passato aventi come *target* società che possono essere ritenute omogenee alla società oggetto di valutazione in termini di settore di attività, mercati di riferimento e caratteristiche operative. Nel caso specifico tale metodologia è stata considerata dagli Amministratori ai soli fini di controllo.

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

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

Nell'espletamento del nostro incarico abbiamo incontrato le problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi, specialmente nel caso di società che, sebbene operanti nel medesimo settore di riferimento, presentano caratteristiche dimensionali differenti.

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

- le valutazioni di Banca di Imola e della Cassa di Milano considerate dagli Amministratori ai fini della definizione del Rapporto di Cambio sono basate su dati pre-consuntivi relativi all'esercizio 2011 delle Società. Occorre al riguardo considerare che, come evidenziato dagli stessi Amministratori delle Società, la natura e l'ammontare degli scostamenti tra tali dati e quelli consuntivi al 31 dicembre 2011 non sono tali da modificare il Rapporto di Cambio.
- i metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali predisposti dalle Direzioni delle Società e preventivamente approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione. Tali dati sono per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche, a fenomeni esogeni all'azienda e sono altresì basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. I suddetti fattori di incertezza sono attualmente accresciuti dalla situazione di turbolenza dei mercati finanziari e dall'incertezza del quadro macroeconomico globale. Tale limitazione è stata, tuttavia, mitigata mediante lo sviluppo di analisi di sensibilità rispetto alle variazioni degli assunti di base che ne condizionano il valore, rappresentati dal costo del capitale proprio e dal tasso di crescita di lungo periodo;
- nell'applicazione dei metodi di valutazione gli Amministratori, con il supporto dell'Advisor, hanno anche utilizzato dati relativi a quotazioni di mercato e previsioni degli analisti finanziari che sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa delle perduranti turbolenze dei mercati.
- gli Amministratori hanno individuato il Rapporto di Cambio attraverso un confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi e delle negoziazioni intervenute, senza peraltro illustrarne tutti gli elementi che li hanno condotti all'identificazione del Rapporto di Cambio. Si osserva peraltro che il Rapporto di Cambio si colloca all'interno degli intervalli dei rapporti di cambio individuati attraverso l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori ed è sostanzialmente allineato al valore medio dell'intervallo risultante dall'applicazione del metodo principale;
- il capitale della Cassa di Milano è costituito da 2.476.500 azioni non interamente liberate per le quali non sono previste speciali disposizioni statutarie, o patti parasociali riguardanti i diritti di voto e di partecipazione agli utili. La stima del valore di tali azioni, considerato pari al 50% di quello attribuito alle azioni interamente liberate in coerenza con i versamenti effettuati dai soci, si basa sull'ipotesi che, alla luce della prospettata operazione di fusione, gli Amministratori della Cassa di Milano non procederanno a richiedere il versamento dei residui cinque decimi del capitale sociale;

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

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori della Banca di Imola e della Cassa di Milano, anche sulla base delle indicazioni dell'Advisor, siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio contenuto nel Progetto di Fusione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Paolo Coppola
Socio

Bologna, 11 giugno 2012