

Relazione della Società di Revisione ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile

Agli Azionisti di
Banca IFIS S.p.A.

Agli Azionisti di
Toscana Finanza S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

In relazione all'operazione di fusione per incorporazione ("l'Operazione" o "l'Operazione di fusione" o "la Fusione") di Toscana Finanza S.p.A. (di seguito "Toscana Finanza" o "Società Incorporanda") in Banca IFIS S.p.A. ("Banca IFIS" o "Società Incorporante" e congiuntamente "le Società"), a seguito dell'istanza presentata congiuntamente, in data 29 agosto 2011, da Banca IFIS e Toscana Finanza, siamo stati incaricati dal Tribunale di Venezia, in data 1 settembre 2011, quale esperto comune ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, di redigere la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Banca IFIS e quelle di Toscana Finanza a seguito della fusione in oggetto (nel seguito "Rapporto di Cambio").

A tal fine abbiamo ricevuto da Banca IFIS e Toscana Finanza, i progetti di fusione corredati da apposite relazioni redatte dai Consigli di Amministrazione che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile e dell'art.70 commi 1 e 2 del regolamento Consob n.11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche, il Rapporto di Cambio delle azioni, la situazione patrimoniale al 30 giugno 2011 redatta ai sensi dell'articolo 2501-*quater* c.c. nonché le Relazioni degli esperti indipendenti in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie dell'incorporante e le azioni ordinarie della incorporanda. Quali situazioni patrimoniali di riferimento per l'Operazione di fusione i Consigli di Amministrazione di Toscana Finanza e di Banca IFIS si sono avvalsi delle Relazioni Semestrali al 30 giugno 2011 approvate dagli stessi in data 29 agosto 2011.

L'Operazione si configura come una operazione tra parti correlate in relazione a quanto previsto dalla "procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate ai sensi del Regolamento Consob n.17221 del 12 marzo 2010".

L'Operazione è stata preventivamente approvata in data 7 settembre 2011 dal Comitato di Controllo Interno di Banca IFIS, che si è avvalso di un esperto indipendente, il Dott. Giorgio Pellati, il quale ha rilasciato un parere favorevole sull'interesse di Banca IFIS al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale e procedurale delle relative condizioni. Per Toscana Finanza S.p.A. l'Operazione è stata sottoposta alla preventiva approvazione del Collegio Sindacale, nella sua funzione di comitato per le Parti Correlate individuato dall'Emittente a tutela della correttezza sostanziale delle operazioni con Parti Correlate, il quale si è altresì avvalso, per le proprie valutazioni, del supporto di un esperto indipendente, Dott. Sandro Santi, nominato dal Consiglio di Amministrazione di Toscana Finanza S.p.A. con delibera del 29 agosto 2011.

La Fusione rimane subordinata alla preventiva autorizzazione da parte di Banca d'Italia ai sensi dell'art. 57 del D.lgs. 385/93. Previo ottenimento della relativa approvazione da parte dell'Autorità di Vigilanza, si prevede che la fusione possa essere sottoposta alle assemblee straordinarie dei relativi istituti entro il mese di novembre 2011.

Al fine di fornire ai rispettivi Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dai Consigli di Amministrazione a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società, non abbiamo effettuato una valutazione economica autonoma delle stesse. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione.

I Consigli di Amministrazione di Toscana Finanza e Banca IFIS per la determinazione del Rapporto di Cambio si sono congiuntamente avvalsi delle proprie strutture tecniche di Direzione.

2 Descrizione dell'Operazione

L'Operazione in esame consiste nella fusione per incorporazione:

- di Toscana Finanza S.p.A., con sede legale in Firenze (FI), Via Giambologna n. 2/r, capitale sociale di € 3.059.447,60, suddiviso in n. 30.594.476 azioni ordinarie del valore nominale di € 0,10 ciascuna. La società risulta iscritta al Registro delle Imprese di Firenze, codice fiscale n. 03906680487;
- in Banca IFIS S.p.A., con sede legale in Mestre (VE), Via Terraglio n. 63, capitale sociale di € 53.811.095,00, suddiviso in n. 53.811.095 azioni ordinarie del valore nominali € 1,00 ciascuna. La società risulta iscritta al Registro delle Imprese di Venezia, codice fiscale 02505630109 e iscrizione all'Albo delle Banche al n.5508.

Come di evince dal progetto di fusione predisposto dagli Amministratori di Banca IFIS S.p.A., attraverso la finalizzazione dell'Operazione, la Società Incorporante intende perfezionare il percorso avviato con la promozione dell'Offerta Pubblica di Acquisto nel luglio 2009 (nel seguito "l'OPA") per mezzo della quale ha acquisito il controllo di Toscana Finanza. In particolare, mediante la Fusione, Banca IFIS intende integrare nel proprio perimetro societario le attività di acquisto e di riscossione di crediti *non performing*, anche al fine di conseguire benefici in termini di miglioramento organizzativo dei processi di riscossione dei crediti e di *know how* nell'acquisto di tale tipologia di crediti ed il potenziamento del complessivo sistema d'offerta tramite l'integrazione del prodotto principale del Gruppo Banca IFIS, che è rappresentato dal *factoring*.

Secondo gli Amministratori della Società Incorporante, la Fusione consentirà, inoltre, una semplificazione della catena di controllo, gestionale e tecnico-operativo da parte di Banca IFIS mediante la creazione di una divisione operativa al proprio interno specificamente dedicata allo svolgimento delle attuali attività di Toscana Finanza, comprensiva dei presidi commerciali e gestionali.

Tale nuovo modello organizzativo, che è stato concepito individuando le funzioni ed i processi comuni e cercando di perseguire l'integrazione e la razionalizzazione degli stessi, mantenendo al contempo separate, pur nell'ambito di un coordinamento unitario, le strutture ad elevata specializzazione (in ambito produttivo e di mercato), consentirà di ottenere sinergie e di beneficiare di possibili economie di scala. Infatti, l'inserimento della nuova area di attività permetterà di recepire all'interno dell'organigramma di Banca IFIS le strutture specialistiche direttamente coinvolte nella gestione del prodotto tipico di Toscana Finanza, consentendo altresì di salvaguardare la tipicità e la crescita dell'attività caratteristica attualmente proprie di Toscana Finanza in maniera armonica e senza discontinuità operative nonché di far beneficiare alle funzioni amministrative, organizzative, di controllo e di supporto al mercato una razionalizzazione delle funzioni già presenti in Banca IFIS, assicurando così l'ottimizzazione dei processi, con conseguenti benefici in termini di costi complessivi.

In sintesi, gli obiettivi del nuovo assetto organizzativo, definiti dagli Amministratori di Banca IFIS, possono quindi essere riepilogati in:

- salvaguardia della specializzazione, grazie alla separazione delle attività commerciali e gestionali tipiche delle due realtà originarie, al fine di garantire la tutela della continuità operativa, diversificata per mercato e prodotti, nonché di una migliore gestione e controllo degli obiettivi di budget e di controllo dei rischi;
- ottimizzazione e potenziamento delle strutture amministrative, di supporto e di controllo, messe a fattor comune;
- miglior controllo dei rischi operativi e di credito, grazie ai processi diversificati di assunzione del rischio, gestionali e operativi.

Come precisato altresì nel progetto di fusione, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, del Codice Civile, è riconosciuto il diritto di recesso in capo agli azionisti di Toscana Finanza che non abbiano concorso a deliberare la fusione.

Infine, come risultante dal "Documento d'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Totalitaria" redatto ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, TUF, lo scopo della Fusione è altresì quello di addivenire al *delisting* delle azioni di Toscana Finanza dal Mercato Telematico Azionario presso la Borsa Valori di Milano.

3 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro, abbiamo ottenuto direttamente dalle Direzioni di Banca IFIS e Toscana Finanza, i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

In particolare:

- i progetti di fusione e le relazioni dei Consigli di Amministrazione delle Società indirizzate alle rispettive Assemblee Straordinarie che propongono, con riferimento alla Situazione Patrimoniale al 30 giugno 2011, il seguente Rapporto di Cambio:

n. 23 azioni ordinarie Toscana Finanza ogni n. 7 azioni ordinarie Banca IFIS

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dai Consigli di Amministrazione di Banca IFIS e Toscana Finanza.

- La relazione, predisposta dal Dott. Giorgio Pellati in qualità di Consulente del Comitato Parti Correlate di Banca IFIS, intitolata “Fusione per incorporazione di Toscana Finanza S.p.A. in Banca IFIS S.p.A. - parere indipendente sulla congruità del rapporto di cambio”. Tale relazione, datata 7 settembre 2011 e predisposta su incarico del Comitato Parti Correlate di Banca IFIS, costituisce parte integrante delle Relazioni redatte dal Consiglio di Amministrazione, ed espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione.
- La relazione, predisposta dal Dott. Sandro Santi in qualità di Consulente del Comitato Parti Correlate di Toscana Finanza, intitolata “Fusione per incorporazione di Toscana Finanza S.p.A. in Banca IFIS S.p.A. Parere sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni individuato dai Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione”. Tale relazione, datata 7 settembre 2011 e predisposta su incarico del Consiglio di Amministrazione di Toscana Finanza, costituisce parte integrante delle Relazioni redatte dal Consiglio di Amministrazione, ed espone analiticamente i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione.
- La documentazione da noi ritenuta rilevante ai fini della presente relazione risulta essere la seguente:
 - i bilanci separati e consolidati per gli esercizi 2008, 2009 e 2010 di Banca IFIS e Toscana Finanza approvati dagli organi competenti e corredati dalla relazione sulla gestione, dalla relazione dei Collegi Sindacali e dalla relazione del revisore legale dei conti;
 - relazione semestrale Pro-forma al 30 giugno 2011 di Banca IFIS non inclusiva di Toscana Finanza;
 - relazioni semestrali al 30 giugno 2011, individuali e consolidate, approvate dai Consigli di Amministrazione di Banca IFIS e Toscana Finanza nelle sedute del 29 agosto 2011 e sottoposte a revisione limitata;
 - proiezioni 2011 – 2013 desunte dal piano industriale 2011-2013 di Banca IFIS, approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 29 aprile 2011, e piano industriale 2011-2013 di Toscana Finanza, approvato in data 29 giugno 2011 dal Consiglio di Amministrazione di Toscana Finanza medesima;
 - altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale e strategico ritenuti rilevanti ai fini dell'analisi e forniti dalle Direzioni delle Società partecipanti alla Fusione;
 - informazioni relative all'andamento dei prezzi dei titoli per Banca IFIS e Toscana Finanza utili all'applicazione del Metodo delle Quotazioni di Borsa, fornite da *Data Information Provider*, nonché dati relativi al fattore Beta delle società comparabili prese a riferimento, unitamente all'analisi degli indici di liquidità espressi dal c.d. *turnover ratio*;
 - informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dell'applicazione delle metodologie di valutazione selezionate;
 - documento di Stima del Rapporto di Cambio predisposto dai Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla fusione;

- sono stati inoltre presi in considerazione gli eventi di rilievo successivi al 30 giugno 2011 che potessero influire in modo significativo sulle valutazioni; sulla base delle indicazioni contenute nella Relazione degli Amministratori, ad oggi non risultano essere avvenuti eventi tali da influire in modo significativo sulle stesse, oltre a quelle evidenziate di seguito e peraltro prese in considerazione nelle analisi di determinazione del Rapporto di Cambio elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

4 Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio

4.1 Premessa

I Consigli di Amministrazione, avvalendosi delle analisi predisposte dalle Direzioni, in considerazione della rilevanza dell'Operazione di Fusione, hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare le due Società rispettando i seguenti principi:

- *principio della sostanziale omogeneità dei criteri applicati*, compatibilmente con gli elementi caratteristici di ciascuna delle Società oggetto di valutazione;
- *principio della valutazione nell'ottica "stand alone"*: la stima del valore di ciascuna Società interessata alla fusione è stata effettuata indipendentemente dagli effetti della imminente Operazione, prescindendo dalle sinergie che deriveranno dalla aggregazione delle società in essa coinvolte;
- *principio dell'autonomia delle stime*: la valutazione di ciascuna società interessata alla fusione deve prescindere da eventuali rapporti partecipativi reciproci e conseguentemente non deve contenere aggiustamenti, quali premi e/o sconti, finalizzati a riflettere tali collegamenti societari.

In particolare, il valore del capitale economico delle due Società oggetto di analisi ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stato stimato dai Consigli di Amministrazione sulla base delle seguenti metodologie:

- a. "metodo del Dividend Discount Model" ("DDM"), individuato come "metodo principale". Tale metodo determina il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima sia in grado di generare in chiave prospettica.
- b. "metodo delle quotazioni di borsa", individuato come "metodo di controllo". Tale metodo consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate.
- c. "metodo della crescita di Gordon" ("Gordon Model") individuato come "metodo di controllo". Tale metodo stima il valore economico di una società o di un ramo d'azienda sulla base del valore attuale dell'utile netto "R" ritenuto sostenibile nel lungo termine, capitalizzato in *perpetuity*.

4.2 Il metodo del Dividend Discount Model

Secondo tale metodologia, il valore di un'azienda o di un ramo d'azienda viene determinato in funzione del flusso di dividendi che si stima 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 o di un ramo d'azienda è pari alla sommatoria dei seguenti elementi:

- valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nell'arco di un determinato orizzonte temporale di pianificazione esplicita 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;
- valore attuale di una rendita perpetua definita sulla base di un dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita, coerente con un *pay-out ratio* (rapporto dividendo/utile netto) che rifletta una redditività a regime sostenibile.

Tale metodo, nella sua formulazione, risulta particolarmente appropriato per la determinazione del valore economico di realtà che operano nel settore bancario, in quanto:

- enfatizza la capacità dell'oggetto della valutazione di generare flussi di cassa;
- considera in modo ottimale i livelli di patrimonializzazione "assorbiti" dall'operatività, operando una distinzione tra la dotazione patrimoniale dell'oggetto di valutazione ed il patrimonio effettivamente richiesto dall'attività in coerenza con il profilo di rischio sottostante.

L'applicazione del DDM comporta l'utilizzo della seguente formula:

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

dove:

- W = Valore del capitale economico della società;
- i = costo del capitale proprio (K_e);
- Dt = Dividendi attesi in un periodo di proiezioni esplicite mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione; nella fattispecie, tale livello è stato stimato sulla base di un coefficiente *Core Tier I* obiettivo pari al 8,0%, anche alla luce delle imminenti introduzione delle nuove norme sul capitale regolamentare c.d. Basilea III;
- n = Periodo esplicito delle proiezioni (anni);
- TV = Valore residuo o *terminal value* determinato come valore attuale di una rendita perpetua rappresentata dal dividendo medio sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita;

Il Terminal Value è stimato sulla base del "flusso di cassa libero per l'azionista in *perpetuity*", secondo la seguente formula:

$$TV = \frac{D_{n+1}}{(K_e - g)}$$

Il costo del capitale proprio (K_e) è stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”), pari al tasso di rendimento delle attività prive di rischio (titoli di Stato a lungo termine) incrementato di un premio per il rischio specifico del settore e della società oggetto di valutazione. Tale premio viene calcolato prendendo a riferimento il coefficiente (β) che misura il rischio dell'impresa specifica, in relazione alla variabilità del suo rendimento rispetto a quello del mercato. Sulla base di quanto esposto, il costo del capitale (K_e) è stato stimato pari al 9,8% ed è stato applicato uniformemente a tutte le realtà oggetto di analisi. Il tasso di crescita di lungo periodo è stato stimato pari al 2,0%.

4.3 *Il metodo delle Quotazioni di Borsa*

“Il metodo delle Quotazioni di Borsa”, consiste nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello mediamente attribuito dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate. Tale criterio si qualifica come un metodo di valutazione “diretto”, poiché fa riferimento, per il valore economico di una società quotata, ai prezzi espressi dal mercato in transazioni aventi per oggetto quote di capitale della medesima azienda.

L'applicazione di tale metodologia richiede la preliminare verifica delle seguenti condizioni:

- il grado di significatività dei prezzi espressi dal mercato per le azioni della società oggetto di valutazione. I corsi di Borsa, infatti, non sempre esprimono il corretto valore dell'impresa soprattutto nelle fasi ascendenti o discendenti del ciclo economico generale, ovvero in presenza di particolari operazioni sul capitale sociale;
- l'omogeneità e la comparabilità, in un orizzonte temporale sufficientemente ampio, dei prezzi delle azioni della società medesima;
- il livello di liquidità dei titoli, elemento rilevante per la significatività di tale approccio metodologico, la rilevazione dei prezzi ufficiali ed il calcolo di valori medi.

4.4 *Il metodo della crescita di Gordon*

Come sopra descritto, l'applicazione del “metodo della crescita di Gordon”, stima il valore economico di una società o di un ramo d'azienda sulla base del valore attuale dell'utile netto “R” ritenuto sostenibile nel lungo termine, capitalizzato in *perpetuity*. Il fattore “g” rappresenta il tasso di crescita atteso sostenibile dell'utile netto e “ K_e ” il tasso di rendimento richiesto dagli investitori per investimenti con profilo di rischio simile.

Di seguito si riporta la formula per l'applicazione di tale metodologia:

$$W = \frac{R}{K_e - g}$$

4.5 Applicazione dei metodi di valutazione da parte dei Consigli di Amministrazione

Sulla base delle metodologie⁽¹⁾ sopra descritte, gli Amministratori, relativamente all'Operazione, sono pervenuti all'identificazione dei seguenti intervalli di valori economici e di rapporti di cambio⁽²⁾:

	Metodo Principale						Metodologie di Controllo											
	DDM						Gordon Model						Quotazioni di borsa					
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max	Last	Media 1 m.	Media 3 m.	Media 6 m.	Media 12 m.	Last	Media 3 m.	Media 6 m.	Media 12 m.			
Banca IFIS (Valore per Azione "€")	6,09	6,38	6,68	4,43	4,61	4,80	4,20	4,32	4,57	4,80	4,96	4,20	4,64	4,84	4,97			
Toscana Finanza (Valore per Azione "€")	1,90	1,94	1,99	1,38	1,41	1,43	1,55	1,56	1,63	1,57	1,52	1,55	1,61	1,50	1,48			
Rapporto di cambio (max su min)	3,52x	3,28x	3,06x	3,47x	3,28x	3,10x	2,71x	2,77x	2,81x	3,05x	3,26x	2,71x	2,89x	3,22x	3,36x			
Capitali Sociali Toscana Finanza (€)	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476	30.594.476			
Partecipazioni di Banca IFIS	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%	77,3%			
Numero azioni di Toscana Finanza di terzi (€)	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482	6.957.482			
Numero Azioni Banca IFIS a servizio della fusione (€)	1.978.871	2.117.495	2.270.330	2.004.265	2.119.845	2.245.197	2.571.802	2.509.023	2.477.117	2.279.641	2.133.774	2.571.802	2.409.902	2.162.870	2.070.076			
Banca IFIS (Valore 100% "€mln")	Utilli ^(*)	324,65	340,38	356,47	236,03	246,00	255,98	223,98	230,49	243,96	256,21	264,42	223,98	247,51	257,93	265,03		
P/E 2010	21,49	15,11x	15,84x	16,59x	10,98x	11,45x	11,91x	10,42x	10,72x	11,35x	11,92x	12,30x	10,42x	11,52x	12,00x	12,35x		
P/E 2011	23,82	13,63x	14,29x	14,96x	9,91x	10,33x	10,75x	9,40x	9,68x	10,24x	10,75x	11,10x	9,40x	10,39x	10,83x	11,12x		
P/E 2012	31,53	10,30x	10,79x	11,31x	7,49x	7,80x	8,12x	7,10x	7,31x	7,74x	8,13x	8,39x	7,10x	7,85x	8,18x	8,40x		
P/E 2013	38,82	8,36x	8,77x	9,18x	6,08x	6,34x	6,39x	5,77x	5,94x	6,28x	6,60x	6,81x	5,77x	6,38x	6,64x	6,83x		
Toscana Finanza (Valore per Azione "€")	58,17	59,46	60,78	42,30	43,00	43,70	47,50	47,69	49,83	48,16	46,52	47,50	49,18	46,00	45,24			
P/E 2010	5,71	15,68x	16,03x	16,38x	11,40x	11,59x	11,78x	12,80x	12,85x	13,43x	12,98x	12,54x	12,80x	13,26x	12,40x	12,19x		
P/E 2011	-0,25	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.		
P/E 2012	2,94	19,75x	20,19x	20,64x	14,37x	14,60x	14,84x	16,13x	16,19x	16,92x	16,35x	15,80x	16,13x	16,70x	15,62x	15,36x		
P/E 2013	6,53	9,19x	9,39x	9,60x	6,68x	6,79x	6,90x	7,50x	7,53x	7,87x	7,61x	7,35x	7,50x	7,77x	7,27x	7,15x		

(1) Il rapporto di cambio relativo alla metodologia principale, nonché a quelle di controllo riferibile al Gordon Model, è stimato rapportando il valore minimo di Toscana Finanza a quello massimo di Banca IFIS e viceversa.

(2) Il Rapporto di cambio è espresso con n. di azioni Toscana Finanza ogni n. 1 azione Banca IFIS

Le società partecipanti alla Fusione hanno una suddivisione del proprio capitale sociale così esposta:

- Banca IFIS presenta un capitale sociale pari ad € 53.811.095,00 suddiviso in n. 53.811.095 azioni ordinarie del valore nominale di € 1,00 ciascuna;
- Toscana Finanza presenta un capitale sociale pari ad € 3.059.447,60 suddiviso in n. 30.594.476 azioni ordinarie del valore nominale di € 0,10 ciascuna.

Come di seguito precisato, all'esito della Fusione, ai fini dell'assegnazione di azioni della Società Incorporante agli Azionisti di minoranza della Società Incorporanda, si utilizzerà il fondo acquisto azioni proprie esistente alla data di efficacia della Fusione, senza ricorrere ad alcun aumento di capitale sociale della Società Incorporante medesima.

A seguito del suddetto processo valutativo e del confronto ragionato fra gli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi valutativi selezionati, tenuto conto del lavoro svolto, i Consigli di Amministrazione di Banca IFIS e Toscana Finanza hanno fissato il seguente Rapporto di Cambio:

n. 23 azioni ordinarie Toscana Finanza ogni n. 7 azioni ordinarie Banca IFIS

Non sono previsti conguagli in denaro.

5 Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione e dalle proprie strutture tecniche di Direzione

Le principali difficoltà incontrate dai Consigli di Amministrazione descritti nelle rispettive relazioni e dalle proprie strutture tecniche di Direzione connesse al procedimento valutativo hanno riguardato i seguenti aspetti:

- il progetto di riorganizzazione in esame è la finalizzazione di un più ampio e articolato progetto industriale, iniziato con la promozione da parte di Banca IFIS dell'Offerta Pubblica di Acquisto. La finalizzazione di tale progetto implicherà una serie articolata di interventi che, in alcuni casi, potrebbero comportare la necessità da parte degli organi di Direzione di Banca IFIS di stimare i relativi effetti sulle principali grandezze economiche e patrimoniali;
- le analisi valutative hanno preso a riferimento per Banca IFIS le situazioni patrimoniali *pro-forma* senza tenere conto del consolidamento di Toscana Finanza, che è stata considerata nella stessa al prezzo di acquisto ed allineata nell'applicazione delle diverse metodologie al relativo valore economico;
- sono state applicate metodologie di natura diversa, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri differenti. Nell'applicazione di tali metodologie, i Consigli di Amministrazione di Banca IFIS e Toscana Finanza hanno considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita nei settori di riferimento;
- nell'ambito dei criteri di valutazione, occorre segnalare il ruolo rilevante assunto dai flussi di risultato attesi che, pur desunti dalle Proiezioni 2011-2013 approvate dagli Organi di Governo societario delle società partecipanti alla Fusione, presentano per loro natura profili di incertezza connessi anche ai possibili cambiamenti strutturali di mercato;
- il metodo delle Quotazioni di Borsa, alla luce del fatto che Banca IFIS e Toscana Finanza sono entrambe società quotate, risulterebbe ragionevole ai fini della analisi determinazione del Rapporto di Cambio, in quanto adeguato ad esprimere valori omogenei e comparabili. Tuttavia si evidenzia una forte limitazione di tale metodologia, che risiede in uno dei presupposti della metodologia medesima, rappresentata dal livello di liquidità estremamente contenuto. Infatti, tali indicatori per Toscana Finanza, specie nel periodo successivo al perfezionamento dell'OPA promossa da Banca IFIS, risulta in un intorno del 5% sia come dato puntuale che come media 3 mesi, mentre per Banca IFIS il medesimo indicatore si attesta tra il 6,0% e l'8,0% verso una media di mercato superiore al 100% (il dato rilevato sul campione di società quotate prese a riferimento per il calcolo del fattore Beta evidenzia un *turnover ratio* del 143,05%).

6 Lavoro svolto

Con riferimento alla natura del nostro incarico abbiamo effettuato le seguenti analisi e verifiche:

- esame del progetto di fusione, delle situazioni patrimoniali redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* C.C. e delle relazioni dei Consigli di Amministrazione di Banca IFIS e Toscana Finanza indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie;

- esame dei bilanci separati e consolidati per gli esercizi 2008, 2009 e 2010 di Banca IFIS e Toscana Finanza approvati dagli organi competenti e corredati dalla relazione sulla gestione, dalla relazione dei Collegi Sindacali e dalla relazione del revisore legale dei conti;
- esame delle relazioni semestrali al 30 giugno 2011, individuali e consolidate, approvate dai Consigli di Amministrazione di Banca IFIS e Toscana Finanza nelle sedute del 29 agosto 2011;
- esame delle Proiezioni 2011 – 2013 desunte dal piano industriale 2011-2013 di Banca IFIS, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante in data 29 aprile 2011, e del piano industriale 2011-2013 di Toscana Finanza, approvato in data 29 giugno 2011 dal Consiglio di Amministrazione di Toscana Finanza medesima;
- esame degli andamenti delle Quotazioni di Borsa e stima dei valori medi relativi ai medesimi su base 3, 6 e 12 mesi.
- discussione con la Direzione di Banca IFIS e Toscana Finanza circa i criteri e le ipotesi utilizzati per la redazione delle Proiezioni 2011-2013 e del piano industriale 2011-2013;
- riscontro della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dai Consigli di Amministrazione e dalle proprie strutture tecniche di Direzione riguardanti i metodi valutativi utilizzati nella fissazione del Rapporto di Cambio;
- analisi critica dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione e dalle proprie strutture tecniche di Direzione e di ogni altro elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle Società interessate alla fusione;
- verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento e, quindi, con la documentazione utilizzata descritta nel precedente paragrafo 3;
- analisi delle carte di lavoro predisposte dai Consigli di Amministrazione delle Società e dalle proprie strutture tecniche di Direzione a sostegno dell'omogeneità e della corretta applicazione dei metodi di valutazione adottati;
- verifica dell'accuratezza dei calcoli matematici utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio dalle proprie strutture tecniche di Direzione e dai Consigli di Amministrazione;
- verifica, attraverso analisi di sensitività, delle conclusioni raggiunte dai Consigli di Amministrazione. In particolare, tali analisi, sviluppate sia con riferimento ai principali parametri di valutazione (tasso di attualizzazione, livelli minimi di patrimonializzazione, tasso di crescita di lungo termine, etc.), hanno avuto l'obiettivo di verificare, al variare di alcuni parametri ed ipotesi adottati, l'impatto sul Rapporti di Cambio determinato dai Consigli di Amministrazione;
- analisi critica delle metodologie utilizzate nelle Relazioni degli esperti indipendenti predisposte dal Dott. Giorgio Pellati per Banca IFIS e dal Dott. Sandro Santi per Toscana Finanza.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione dai rappresentanti legali delle Società che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenuti, alla data della presente, fatti che possano determinare sensibili variazioni degli elementi utilizzati per lo svolgimento delle nostre analisi, né sono intervenute circostanze modificative delle ipotesi e degli elementi utilizzati per la

predisposizione dei dati contenuti nei piani economico-finanziari e della documentazione a supporto dei medesimi.

7 **Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte**

L'espressione di un parere sull'adeguatezza dei metodi utilizzati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e dei risultati che derivano dalla loro applicazione impone di ricordare che lo scopo principale della valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione, essendo finalizzata alla determinazione del Rapporto di Cambio, non è tanto la stima dei valori assoluti del capitale economico delle Società coinvolte nell'Operazione di fusione, quanto l'ottenimento di valori omogenei e raffrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio al fine di assicurare equità di trattamento per gli Azionisti. La stima dei valori economici relativi alle singole Società non è pertanto utilizzabile per finalità diverse.

I Consigli di Amministrazione, coerentemente con le finalità delle valutazioni e come in generale suggerisce la prassi per la tipologia di Operazione considerata, hanno adottato nell'ambito di un percorso valutativo omogeneo, una pluralità di metodologie, privilegiando criteri che assicurino valori comparabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e tenendo conto degli elementi caratteristici delle Società oggetto di valutazione e della struttura dell'Operazione.

Come indicato nel paragrafo 4.1, le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione e dai Consulenti dei Comitati Parti Correlate delle Società sono basate sull'applicazione di un metodo valutativo identificato come "metodo principale" ("metodo del DDM") e di due metodi valutativi identificati come "metodo di controllo" ("metodo delle quotazioni di borsa" e il "metodo della crescita di Gordon") noti in dottrina ed utilizzati dalla prassi professionale.

Ciò premesso, le principali considerazioni sui metodi di valutazione adottati, sono riportate di seguito:

- i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, ovvero il metodo principale e i metodi di controllo, sono comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale che internazionale nell'ambito delle valutazioni di realtà operanti nel settore di riferimento;
- le metodologie valutative adottate dai Consigli di Amministrazione sono state considerate nell'ottica "*stand alone*" poiché le ipotesi delle relative proiezioni economiche sono state formulate su "*dati inerziali*" senza considerare "*i costi ed i ricavi derivanti dal progetto di fusione/sinergia/integrazione*".

8 **Limiti e difficoltà specifici incontrati dalla Società di Revisione nell'espletamento del presente incarico**

Nell'espletamento dell'incarico, oltre a quanto evidenziato dai Consigli di Amministrazione, abbiamo rilevato i seguenti limiti e difficoltà nelle valutazioni effettuate dai Consigli medesimi:

- il carattere aleatorio dei dati prospettici e delle proiezioni economico-finanziarie effettuate dagli Organi di Direzione delle due Società; questi sono, per loro natura, incerti e, specie per

quanto riguarda il settore finanziario, sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;

- in relazione ai parametri ed ai metodi di valutazione utilizzati dai Consigli di Amministrazione, si è tenuto conto del fatto che, le Società presentano caratteristiche differenti;
- l'incarico ha l'esclusiva finalità di esprimere un giudizio di congruità in merito alle stime di rapporto di cambio elaborate da parte degli Amministratori delle Società; non verrà pertanto espresso alcun giudizio in merito alle motivazioni di natura strategica e/o industriale dell'Operazione in oggetto e non prevederà alcun obbligo da parte nostra di aggiornamento dei risultati ottenuti in conseguenza di eventi successivi.
- tutte le informazioni utilizzate nell'ambito dell'incarico, sono state fornite dalle Direzioni delle Società coinvolte, che rimangono responsabili della completezza, accuratezza e veridicità delle informazioni stesse; tali informazioni sono state quindi analizzate sotto l'esclusivo profilo della ragionevolezza; lo scopo dell'incarico non include infatti interventi di revisione, *due-diligence*, certificazione o verifica formale della documentazione fornita, né lo svolgimento di procedure di verifica finalizzate all'individuazione di errori, inesattezze, passività latenti di qualsiasi natura non riflesse nelle informazioni utilizzate; l'incarico non prevede inoltre verifiche di natura legale, fiscale e/o giuslavoristica; non si assume, quindi, alcuna responsabilità relativamente alla veridicità e completezza delle informazioni utilizzate;
- le conclusioni esposte sono conseguenti alle assunzioni riportate nella presente relazione e pertanto nessuna parte della presente relazione potrà essere utilizzata autonomamente rispetto alla relazione nella sua interezza.

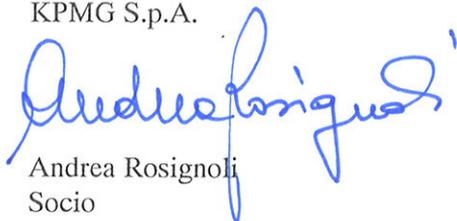
I predetti limiti ed oggettive difficoltà di valutazione sono stati attentamente considerati ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del Rapporto di Cambio.

9 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 delle Società 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, pari a **n. 23 azioni ordinarie Toscana Finanza** ogni **n. 7 azioni ordinarie Banca IFIS**.

Treviso, 29 settembre 2011

KPMG S.p.A.



Andrea Rosignoli
Socio