



KPMG S.p.A.
Revisione e organizzazione contabile
Via Leone Pancaldo, 70
37138 VERONA VR

Telefono 045 8115111
Telefax 045 8115490
e-mail it-frauditaly@kpmg.it

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

Agli Azionisti di
Veneto Banca S.c.p.a.

Agli Azionisti di
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Con decreto emesso in data 21 dicembre 2012, depositato in cancelleria in data 24 dicembre 2012, abbiamo ricevuto dal Presidente del Tribunale di Treviso, su istanza congiunta di Veneto Banca S.c.p.a. (di seguito anche "Veneto Banca" o "VB" o "Società Incorporante") e di Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A. (di seguito anche "CARIFAC" o "Società Incorporanda" o "Controllata", e, congiuntamente a VB, le "Società"), l'incarico di redigere quale esperto comune, ai sensi dell'art. 2501-*sexies* del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di CARIFAC e quelle di VB (di seguito il "Rapporto di Cambio") in relazione all'operazione che prevede la fusione per incorporazione di CARIFAC in VB (di seguito la "Fusione VB - CARIFAC" o la "Fusione").

Ai fini del presente incarico, abbiamo ricevuto dai Consigli di Amministrazione di VB e di CARIFAC (nel seguito congiuntamente anche gli "Organi Amministrativi") il progetto di fusione per incorporazione di CARIFAC in VB (di seguito, il "Progetto di Fusione VB - CARIFAC" o il "Progetto di Fusione"), nonché le relazioni a corredo dello stesso, redatte ai sensi dell'art. 2501-*quinqüies* del Codice Civile (di seguito, le "Relazioni"), che indicano, illustrano e giustificano il Rapporto di Cambio approvato dagli stessi Organi Amministrativi, ognuno per quanto di propria competenza, in data 5 febbraio 2013 per VB e in data 15 febbraio 2013 per CARIFAC.

Gli Organi Amministrativi ci hanno altresì trasmesso le relative situazioni patrimoniali di fusione al 30 novembre 2012, non assoggettate a revisione contabile, redatte ai sensi dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile ed approvate dagli Organi Amministrativi medesimi rispettivamente il 22 gennaio 2013 per VB e il 28 gennaio 2013 per CARIFAC (di seguito anche "Situazioni Patrimoniali di Fusione").

Il Progetto di Fusione VB - CARIFAC sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di CARIFAC e dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di VB rispettivamente il 19 aprile 2013 e il 20 aprile 2013.

2 Sintesi dell'operazione

Le società partecipanti alla Fusione sono le seguenti:

- Società Incorporante:

Veneto Banca S.c.p.a., società cooperativa per azioni iscritta all'Albo delle banche, capogruppo del Gruppo Bancario Veneto Banca iscritto nell'elenco di cui all'art. 64 del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 con il n. 5035.1, con sede legale in Montebelluna (TV), Piazza G.B. Dall'Armi n.1 e Uffici Amministrativi in Montebelluna, Via Feltrina Sud n.250, codice iscrizione al Registro delle Imprese di Treviso n. 00208740266, capitale sociale alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte del Consiglio di Amministrazione pari a €301.041.099 interamente sottoscritto e versato e suddiviso in n.100.347.003 azioni ordinarie del valore nominale di €3,00 cadauna.

- Società Incorporanda:

Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A., società per azioni iscritta all'Albo delle banche, appartenente al Gruppo Bancario Veneto Banca iscritto nell'elenco di cui all'art. 64 del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385 con il n. 5035.1, con sede legale in Fabriano (AN), Via Don G. Riganelli, 36, codice iscrizione presso il Registro delle Imprese di Ancona n. 00077790426, capitale sociale alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte del Consiglio di Amministrazione pari a €134.029.486,24 interamente sottoscritto e versato e suddiviso in n. 257.749.012 azioni ordinarie del valore nominale di €0,52 cadauna.

In data 14 settembre 2012 è stato eseguito l'accordo di acquisto da parte di VB, stipulato il 18 luglio 2012, dell'intera partecipazione detenuta dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana in CARIFAC.

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione da parte degli Organi Amministrativi, a seguito della suddetta acquisizione e di ulteriori limitate acquisizioni da parte di altri soci, il capitale sociale di CARIFAC è detenuto direttamente da VB per il 67,54%, da Cattolica Assicurazioni Soc.coop. per il 17,5% e da altri azionisti per il 14,96%. Tali percentuali sono calcolate sul capitale sociale al netto delle azioni proprie in portafoglio.

La Fusione, che come specificato dagli Organi Amministrativi nelle loro Relazioni, fa seguito alla progressiva integrazione operativa di CARIFAC verso i migliori *standard* del Gruppo Veneto Banca (nel seguito anche il "Gruppo"), mira a realizzarne la piena integrazione societaria ai fini del perseguimento del disegno industriale di Gruppo, teso a rafforzare la capacità competitiva nei territori presidiati attraverso un processo di semplificazione e razionalizzazione degli assetti proprietari. Tale processo, in linea con precedenti fusioni per incorporazione di altre banche del Gruppo, dovrebbe consentire a quest'ultimo di:

- valorizzare il *brand* di riferimento,
- assicurare l'uniformità gestionale e contenere i costi,

- concentrare la propria azione sul miglioramento dei prodotti e dei servizi alla clientela e sulla fidelizzazione del legame con i soci, nonché sul supporto allo sviluppo economico dei territori in cui lo stesso opera.

Come evidenziato nelle Relazioni, l'operazione di Fusione muove dalla necessità di semplificare l'assetto societario del Gruppo per rafforzarne sia le capacità di governo e controllo sulle diverse componenti, sia per affrontare in modo più efficiente la difficile congiuntura economica, proseguendo così il processo di razionalizzazione delle strutture societarie dedicate alle diverse aree di business. In particolare, la Fusione consentirà il recupero di risorse della Direzione di CARIFAC, che potranno essere impiegate sia per un rafforzamento dei presidi e servizi operativi centralizzati sia per lo sviluppo delle relazioni commerciali. L'incorporazione permetterà in aggiunta di conseguire un sensibile snellimento della catena di comando e dei processi. A seguito dell'operazione di Fusione, la rete delle filiali di CARIFAC verrà gestita in modo omogeneo rispetto al modello organizzativo di Veneto Banca, che vede le filiali organizzate in aree territoriali facenti capo ad una Direzione Territoriale coordinata dalla Direzione Generale della capogruppo VB, andando a costituire la nuova Direzione Territoriale Centro Italia.

Oltre al conseguimento di un più efficiente utilizzo delle risorse umane attualmente impiegate da CARIFAC, gli Organi Amministrativi ritengono che la Fusione consentirà a regime un risparmio generalizzato dei costi, in particolare di quelli riferiti agli Organi sociali e in genere alla gestione societaria, ai contratti assicurativi, ai canoni di *outsourcing* corrisposti per la gestione informatizzata di dati e procedure inerenti le attività cessate o semplificate e alla capogruppo Veneto Banca per i servizi correntemente resi in *outsourcing*.

Il Progetto di Fusione prevede, previa autorizzazione dell'Organo di Vigilanza, la fusione per incorporazione di CARIFAC in VB; come detto in precedenza, esso sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di CARIFAC e dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti di VB rispettivamente il 19 aprile 2013 e il 20 aprile 2013.

La Fusione produrrà effetti nei confronti dei terzi, ai sensi dell'art. 2504-*bis* del Codice Civile, a far data dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504 del Codice Civile o dalla diversa data che sarà indicata nell'atto di fusione. Con riferimento a quanto previsto dall'art. 2501-*ter*, comma 1, numero 6, del Codice Civile, le operazioni della Società Incorporanda saranno invece imputate al bilancio della Società Incorporante a decorrere dal 1° gennaio dell'anno in cui avranno decorrenza gli effetti giuridici della fusione. Dalla stessa data decorreranno anche gli effetti fiscali.

Le azioni che compongono il capitale sociale di CARIFAC possedute da VB saranno annullate senza concambio a seguito della Fusione. Le azioni possedute dagli azionisti terzi di CARIFAC saranno concambiate, senza conguaglio in denaro, nel rapporto di n. 1 azione VB ogni n. 42 azioni CARIFAC, mediante emissione del corrispondente numero di azioni ordinarie VB. In dipendenza dell'operazione di fusione, pertanto, l'Assemblea straordinaria di VB sarà chiamata a deliberare l'aumento del capitale sociale mediante emissione massimo n.2.010.766 azioni

ordinarie di nominali €3,00 cadauna, che saranno attribuite ai soci di CARIFAC al servizio del Rapporto di Cambio.

Il Consiglio di Amministrazione della Società Incorporante ha definito di non apportare allo statuto sociale di VB per effetto della Fusione nessuna modifica, ivi incluso l'aggiornamento dei valori numerici relativi all'importo del capitale sociale ed al numero di azioni in cui lo stesso è suddiviso in conformità alla misura dell'aumento di capitale sociale realizzato a servizio della Fusione stessa, in quanto VB è una società a capitale variabile.

In ragione dell'adozione dello statuto sociale della Società Incorporante, ovvero di società cooperativa per azioni, con effetto dalla data di efficacia della Fusione agli azionisti di CARIFAC che non abbiano concorso all'approvazione del progetto di fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, lettera b), del Codice Civile. Le modalità di esercizio del diritto di recesso sono disciplinate dall'art. 2437-bis del Codice Civile. Il Consiglio di Amministrazione di CARIFAC in data 15 febbraio 2013 ha pertanto provveduto a determinare il valore di liquidazione dell'azione CARIFAC ai sensi dell'art. 2437 - *ter* del Codice Civile, sentito il parere del Collegio Sindacale e del Revisore Legale.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli azionisti di VB e di CARIFAC idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Organi Amministrativi 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 dagli Organi Amministrativi a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi non abbiamo effettuato una valutazione economica delle società coinvolte nell'operazione di Fusione. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dagli Organi Amministrativi.

La presente relazione, pertanto, è stata predisposta esclusivamente ai fini di quanto previsto dall'art. 2501-sexies del Codice Civile e nell'ambito dell'operazione di Fusione. Essa, pertanto, non può essere utilizzata in tutto o in parte per scopi difformi.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del presente incarico abbiamo ottenuto direttamente da VB e da CARIFAC i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, e in particolare:

- 1) il Progetto di Fusione e le Relazioni, indirizzate alle rispettive Assemblee straordinarie degli Azionisti, che propongono, con riferimento alle Situazioni Patrimoniali di Fusione, la determinazione del seguente Rapporto di Cambio:

- **n. 1 azioni di VB per ogni n. 42 azioni di CARIFAC.**

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Organi Amministrativi di VB e di CARIFAC utilizzando anche la documentazione cui al successivo punto 2).

- 2) la seguente documentazione, utilizzata dagli Organi Amministrativi e, successivamente, anche da noi ai fini del nostro incarico:
 - situazione patrimoniale di fusione al 30 novembre 2012 di VB, non assoggettata a revisione contabile, redatta ai sensi dell'art.2501-*quater* del Codice Civile, approvata dal Consiglio di Amministrazione di VB in data 22 gennaio 2013;
 - situazione patrimoniale di fusione al 30 novembre 2012 di CARIFAC, non assoggettata a revisione contabile, redatta ai sensi dell'art.2501-*quater* del Codice Civile, approvata dal Consiglio di Amministrazione di CARIFAC in data 28 gennaio 2013;
 - documento denominato "Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana - Sviluppo basi patrimoniali", approvato dagli Organi Amministrativi di CARIFAC in data 28 gennaio 2013, contenente il *forecast* 2012 e le proiezioni economico-patrimoniali 2013-2017 e le relative note di commento, di seguito il "Piano CARIFAC";
 - documento denominato "Gruppo Veneto Banca – Sviluppo basi patrimoniali", approvato dal Consiglio di Amministrazione di VB in data 5 febbraio 2013, contenente il *forecast* 2012 consolidato e le proiezioni economico-patrimoniali 2013-2017 consolidate del Gruppo Veneto Banca e le relative note di commento, di seguito il "Piano VB";
- 3) la seguente ulteriore documentazione è stata da noi utilizzata:
 - delibera del Consiglio di Amministrazione di VB del 22 gennaio 2013 avente ad oggetto "Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana in Veneto Banca", che include l'approvazione della Situazione Patrimoniale di Fusione e degli assunti e linee guida per la formulazione dei piani quinquennali funzionali all'applicazione delle metodologie di valutazione delle Società;
 - delibera del Consiglio di Amministrazione di CARIFAC del 28 gennaio 2013 avente ad oggetto "Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana in Veneto Banca", che include l'approvazione della Situazione Patrimoniale di Fusione e del Piano CARIFAC;
 - delibera del Consiglio di Amministrazione di VB del 5 febbraio 2013 avente ad oggetto "Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana in Veneto Banca", che include l'approvazione del Piano VB, la determinazione del

Rapporto di Cambio e l'approvazione del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori;

- delibera del Consiglio di Amministrazione di CARIFAC del 15 febbraio 2013 avente ad oggetto "Fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana in Veneto Banca- Approvazione del rapporto di cambio, del progetto di fusione definitivo e della relazione dell'Organo Amministrativo ex art. 2501-*quinquies* del Codice Civile", che include la determinazione del Rapporto di Cambio e l'approvazione del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori;
- resoconto intermedio di gestione consolidato al 30 settembre 2012 del Gruppo Veneto Banca;
- bilancio semestrale consolidato abbreviato al 30 giugno 2012 del Gruppo VB, corredato delle relazioni degli Amministratori e della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A. (nel seguito la "Società di Revisione");
- bilancio d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2011 di VB, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione;
- bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2012 di CARIFAC, corredato della relazione degli Amministratori;
- bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di CARIFAC, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di Revisione;
- statuti di VB e CARIFAC;
- documentazione di lavoro predisposta dalle Direzioni delle Società in cui sono riportati analiticamente, tra l'altro, le metodologie di valutazione adottate e i valori risultanti dalla applicazione di tali metodologie;
- elementi contabili e statistici nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

5 Metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi per la determinazione del Rapporto di Cambio

Gli Organi Amministrativi hanno stimato il valore economico a fini comparativi delle azioni sia di CARIFAC sia di VB.

Tali valutazioni sono state condotte dagli Organi Amministrativi con l'obiettivo di rappresentare una stima comparativa dei valori delle società partecipanti alla Fusione e vanno di conseguenza interpretate in termini relativi e non come determinazione del valore assoluto delle stesse,

ponendo cioè particolare attenzione alla confrontabilità dei criteri adottati nei processi valutativi.

La data di riferimento delle valutazioni è il 30 novembre 2012.

5.1 Metodologie di valutazione adottate

L'individuazione delle metodologie valutative è stata condotta dagli Organi Amministrativi nell'ambito dei principi generali di omogeneità e pluralità dei criteri con riferimento all'obiettivo di determinazione del Rapporto di Cambio tra le azioni e, conseguentemente, di valori relativi raffrontabili e riferibili alle due Società considerate in ipotesi di autonomia operativa e gestionale (*stand-alone*).

Nell'ambito di tale approccio generale gli Organi Amministrativi hanno utilizzato una metodologia di tipo analitico, quale metodo principale, ed una metodologia di tipo empirico, quale metodo di controllo. Nella fattispecie, le Società sono state valorizzate sulla base dell'applicazione dei seguenti metodi valutativi: i) *Dividend Discount Model* nella variante *Excess Capital* ("DDM") quale metodo principale, ii) metodo dei multipli di borsa, quale metodo di controllo.

In linea generale, i metodi analitici si fondano sull'utilizzo di dati aziendali interni provenienti dai bilanci, dai budget, dai piani, nonché su altre informazioni fornite direttamente dalle Direzioni delle Società. I metodi empirici invece conducono a stimare il valore economico di un'azienda sulla base di (i) multipli derivabili da imprese comparabili quotate o da transazioni comparabili o dei (ii) prezzi per essa espressi dal mercato di borsa o dei prezzi negoziati in transazioni recenti per aliquote del suo capitale. La concreta applicabilità del metodo dei multipli implica la disponibilità di informazioni su società quotate o su transazioni aventi per oggetto quote di capitale di società comparabili con quella il cui valore economico è oggetto di stima.

L'applicazione delle suddette metodologie è stata effettuata a partire dal Piano VB e dal Piano CARIFAC.

Le valutazioni sono state sviluppate dagli Organi Amministrativi sulla base della situazione in essere, ovvero non considerando le possibili sinergie derivanti dall'operazione di Fusione stessa.

5.1.1 *Dividend Discount Model* ("DDM") nella variante *Excess Capital*

Il metodo del *Dividend Discount Model* determina il valore di un'azienda in funzione del flusso di dividendi che si stima essa sia in grado di generare in chiave prospettica. Nella fattispecie il metodo utilizzato è il DDM nella variante *Excess Capital*, in base al quale il valore economico di una società 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. Tale valore è indicato nel seguito anche come *Terminal Value*.

Il metodo descritto prescinde pertanto dalle effettive politiche di distribuzione degli utili adottate nell'ambito dell'esercizio di pianificazione preso a riferimento.

La formula su cui si basa la metodologia DDM è la seguente:

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

dove:

- W = Valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione.
- k_e = Costo del capitale proprio.
- D_i = Flusso di cassa potenzialmente distribuibile nel periodo *i-esimo* di pianificazione esplicita.
- n = Periodo esplicito di pianificazione (espresso in numero di anni).
- TV = Valore residuo o *Terminal Value* assunto come valore attuale della rendita perpetua del dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita.

Ai fini della stima dei massimi flussi di cassa distribuibili, gli Organi Amministrativi hanno inoltre definito un livello target di patrimonializzazione coerente con le nuove disposizioni di Vigilanza richieste dalla normativa Basilea 3: in particolare, è stato ipotizzato un Tier 1 Target crescente e pari all'8,5% nel 2017.

Gli Organi Amministrativi hanno calcolato il costo del capitale proprio sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, considerando l'attuale struttura dei tassi d'interesse di mercato e dello specifico settore di riferimento; in particolare il k_e risulta dalla somma del tasso di rendimento nominale delle attività prive di rischio e di un premio per il rischio specifico che rifletta la rischiosità del contesto del settore di riferimento e dei rischi specifici legati all'operatività delle Società.

La formula utilizzata per il calcolo del costo del capitale proprio è la seguente:

$$k_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

dove:

- R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio, sulla base del rendimento medio dei BTP decennali nel periodo compreso tra il 2 gennaio 2013 e il 25 gennaio 2013, pari a 4,21%.
- B = Coefficiente beta, che indica la rischiosità di uno specifico titolo azionario rispetto al mercato azionario nel suo complesso; nella fattispecie, è stato stimato sulla base della media dei beta osservati per un campione di banche ritenute comparabili alle Società oggetto della valutazione. Il Beta risulta pari a 0,974.
- $R_m - R_f$ = Premio, ovvero rendimento differenziale, richiesto dagli investitori per un investimento in titoli azionari rispetto ad un investimento privo di rischio; tale premio è stato individuato nella fattispecie pari al 4,5%.

Sulla base di quanto sopra esposto, il costo del capitale proprio è pari a 8,59%.

Gli Organi Amministrativi hanno stimato il *Terminal Value* considerando quale dato di riferimento iniziale il reddito previsto rispettivamente nel Piano VB e nel Piano CARIFAC e il flusso di cassa potenzialmente distribuibile per l'esercizio 2017 e un tasso di crescita di lungo termine pari a 2,5%.

5.1.2 Metodo dei multipli di borsa

Ai soli fini di controllo dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia principale, gli Organi Amministrativi hanno scelto di applicare il metodo dei multipli di borsa, che consiste nell'identificare il valore delle società oggetto di valutazione sulla base delle valorizzazioni implicite che il mercato borsistico mostra per realtà ritenute comparabili.

Tale metodo richiede l'elaborazione di moltiplicatori risultanti dal rapporto esistente tra il valore che il mercato attribuisce ad un campione di società comparabili quotate ed i loro indicatori economico-patrimoniali. La valutazione è ottenuta applicando i moltiplicatori di mercato ai corrispondenti indicatori delle società oggetto di analisi.

Nella fattispecie gli Organi Amministrativi hanno considerato il multiplo Prezzo/Utile netto atteso 2014, pari a 6,86, derivante da un campione di n.6 banche italiane quotate; in particolare, i prezzi utilizzati per la stima del multiplo sono stati calcolati a partire dalle quotazioni medie degli ultimi 3 mesi, rilevate in data 25 gennaio 2013 mentre la stima degli utili attesi 2014 è stata desunta da Bloomberg.

Il multiplo così ottenuto è stato applicato all'utile netto consolidato del Gruppo Veneto Banca e all'utile netto di CARIFAC previsti nell'esercizio 2017, in quanto ritenuti espressivi di una redditività a regime delle Società. Al fine di riflettere il differente livello di patrimonializzazione

delle Società, si è proceduto anche ad applicare il suddetto multiplo agli utili netti attesi per il 2017 rettificati per l'*Excess (Deficit) Capital*, calcolato considerando un target di patrimonializzazione pari all'8,5%; l'eccedenza/fabbisogno patrimoniale è stato quindi oggetto di valutazione separata.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Organi Amministrativi

Nell'effettuare la valutazione delle Società coinvolte nella Fusione gli Organi Amministrativi hanno evidenziato le seguenti limitazioni e difficoltà, proprie degli esercizi valutativi:

- nell'applicazione del metodo dei multipli di borsa si è riscontrata la difficoltà pratica di identificare un campione di società comparabili, omogenee sotto ogni profilo, e di tener conto della fisiologica volatilità nel livello dei prezzi;
- i dati previsionali utilizzati incorporano per loro natura fattori di incertezza e soggettività connessi alle ipotesi e alle assunzioni formulate;
- sussistono elementi di incertezza circa l'evoluzione che ha caratterizzato nell'ultimo periodo il contesto regolamentare di riferimento ed in particolare con l'introduzione dei nuovi requisiti di Basilea 3.

7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Organi Amministrativi e modalità di assegnazione delle azioni di Veneto Banca S.c.p.a. e loro caratteristiche

7.1 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Organi Amministrativi

Sulla base dell'applicazione del DDM quale metodologia principale, considerando le analisi di sensitività condotte sulla base di differenti scenari sia di costo del capitale (Ke) sia di tasso di crescita di lungo periodo (g), gli Organi Amministrativi hanno individuato i seguenti valori:

Sintesi dei risultati			
DDM (Metodologia principale)	Min	Centrale	Max
Valore per azione (€)			
Veneto Banca	37,336	39,638	42,338
CARIFAC	0,897	0,946	1,004

Sulla base dei risultati sopra ottenuti, è emerso un rapporto di cambio compreso tra 41,614 e 42,190 e con un valore medio pari a 41,897.

Sulla base dei risultati ottenuti dall'applicazione del metodo dei multipli di borsa è emerso un rapporto di cambio compreso tra 32,73 e 47,04.

Le valutazioni sono state sviluppate dagli Organi Amministrativi sulla base della situazione in essere, ovvero non considerando le possibili sinergie derivanti dall'operazione di Fusione stessa.

Il Consiglio di Amministrazione di VB, alla luce di quanto sopra esposto, e tenuto conto che il capitale sociale di Veneto Banca è suddiviso alla data di approvazione da parte degli Organi Amministrativi del Progetto di Fusione in n. 100.347.003 azioni ordinarie ed il capitale sociale di CARIFAC è suddiviso in n. 257.749.012 azioni ordinarie, ha individuato il seguente rapporto di cambio:

- **n.1 azioni ordinarie Veneto Banca ogni n.42 azioni ordinarie CARIFAC.**

7.2 *Modalità di assegnazione delle azioni di Veneto Banca S.c.p.a. e loro caratteristiche*

Secondo quanto riportato nel Progetto di Fusione, Veneto Banca darà attuazione all'operazione di Fusione mediante:

- il cambio delle n.84.452.150 azioni della Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A. di proprietà degli azionisti terzi – nel rapporto sopra indicato di n. 1 azione della Società Incorporante ogni n.42 azioni della Società Incorporanda da annullare - mediante emissione di massime n.2.010.766 azioni ordinarie Veneto Banca da nominali Euro 3,00 cadauna;
- non è stato previsto alcun conguaglio in denaro;
- le azioni Veneto Banca che saranno emesse in cambio delle azioni CARIFAC annullate, avranno godimento dal 1° gennaio dell'anno in cui avranno decorrenza gli effetti giuridici della Fusione.

8 **Lavoro svolto**

8.1 *Lavoro svolto sulla “documentazione utilizzata”, menzionata nel precedente paragrafo 4*

Come già indicato in precedenza:

- i bilanci d'esercizio e consolidato al 31 dicembre 2011 di VB sono stati assoggettati a revisione contabile completa da parte della Società di Revisione;
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di CARIFAC è stato assoggettato a revisione contabile completa da parte della Società di Revisione;
- il bilancio semestrale consolidato abbreviato al 30 giugno 2012 del Gruppo Veneto Banca è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte della Società di Revisione;
- il bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2012 di CARIFAC è stato assoggettato a revisione contabile limitata da parte della Società di Revisione.

Relativamente alle Situazioni Patrimoniali di Fusione, abbiamo effettuato discussioni con le Direzioni delle Società al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, analisi critiche degli ammontari in esse esposti e degli indici di bilancio da esse ricavabili, nonché analisi degli scostamenti di tali ammontari ed indici con quelli risultanti dai bilanci dell'esercizio 2011 che, come già indicato in precedenza, sono stati assoggettati a revisione contabile completa, e laddove applicabile, con i bilanci semestrali abbreviati, che come già indicato in precedenza sono stati assoggettati a revisione contabile limitata.

Il sopradescritto lavoro sulle Situazioni Patrimoniali di Fusione è stato svolto nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 1.

Abbiamo inoltre:

- esaminato il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Organi Amministrativi indirizzati alle rispettive Assemblee straordinarie degli Azionisti;
- esaminato gli statuti sociali di Veneto Banca e CARIFAC;
- raccolto, anche mediante discussione con le Direzioni delle società partecipanti alla Fusione, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo il 30 novembre 2012 che possano avere un effetto significativo sulla stima dei valori economici di VB e di CARIFAC ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- discusso con le Direzioni di VB e di CARIFAC i criteri utilizzati per la redazione del Piano VB e del Piano CARIFAC, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di attività previsionale;
- incontrato la Società di Revisione.

8.2 Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Con riferimento alla natura del nostro incarico, abbiamo:

- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni adottate dagli Organi Amministrativi delle Società riguardanti i metodi valutativi adottati nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- analizzato criticamente i metodi utilizzati dagli Organi Amministrativi delle Società ed ogni elemento utile ad accertare se gli stessi fossero idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare i valori economici delle Società coinvolte nella Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;

- analizzato e discusso con le Direzioni delle Società l'approccio valutativo, le metodologie adottate ed in generale il lavoro complessivamente svolto e le risultanze dello stesso;
- verificato l'uniformità dell'applicazione dei metodi di valutazione adottati, anche attraverso l'analisi delle carte di lavoro predisposte dalle Direzioni delle Società;
- sviluppato *sensitivity analysis* nell'ambito dei metodi di valutazione adottati con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio prescelto sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri assunti;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata", descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi;
- ottenuto un'attestazione che evidenzia la circostanza che, per quanto a conoscenza dei legali rappresentanti di Veneto Banca e CARIFAC, alla data della presente relazione non sono maturate circostanze modificative dei dati e dei contenuti della documentazione analizzata, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Organi Amministrativi per la determinazione del Rapporto di Cambio.

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

Con riferimento al presente incarico si ritiene opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Organi Amministrativi consiste in una stima dei valori economici relativi alle singole società oggetto della Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

In termini generali, pertanto, le valutazioni proposte non possono essere assunte quali indicazioni del valore assoluto delle Società interessate, né sono utilizzabili per finalità diverse da quelle strettamente connesse alla realizzazione dello scambio azionario nell'ambito dell'operazione di Fusione.

Ciò premesso, le nostre principali considerazioni relativamente alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati dagli Organi Amministrativi sono le seguenti:

- le valutazioni effettuate dagli Organi Amministrativi sono basate sull'applicazione di metodi noti in dottrina, universalmente accettati ed utilizzati nella prassi professionale. Tali metodologie sono ritenute, dalla teoria finanziaria, adeguate e correttamente applicabili con riferimento ad imprese che presentino prospettive tali da garantire la continuità aziendale;

- le valutazioni sono state predisposte in un'ottica “*stand alone*”, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività delle due Società;
- la scelta degli Organi Amministrativi di adottare per la determinazione del rapporto di cambio il metodo del “*Dividend Discount Model – Excess capital*” quale metodo principale e il “metodo dei multipli di borsa” quale metodo di controllo risulta in concreto, anche alla luce della prassi di mercato e delle caratteristiche dell'operazione di Fusione, ragionevole e non arbitraria. Inoltre, la Relazione degli Organi Amministrativi per illustrare l'operazione di Fusione in esame descrive le caratteristiche delle diverse metodologie utilizzate e le modalità della loro attuazione;
- i criteri adottati dagli Organi Amministrativi sono improntati ad un principio di omogeneità valutativa, coerente con l'ipotesi di Fusione, in grado di cogliere le caratteristiche specifiche di ognuna di esse.

10 Limiti specifici emersi nell'espletamento del presente incarico

Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, in aggiunta a quanto già espresso dagli Organi Amministrativi, si segnala quanto segue:

- l'applicazione delle metodologie prescelte dagli Organi Amministrativi ha richiesto l'utilizzo di proiezioni economico finanziarie prospettiche che sono per loro natura aleatorie, soggette a significativi cambiamenti di scenario e sensibili a variazioni del contesto di mercato e dello scenario macro-economico;
- l'applicazione delle metodologie valutative è inoltre resa ulteriormente complessa in considerazione dell'attuale contesto macro-economico e di mercato, caratterizzato da inconsueti livelli di volatilità riscontrabili su tutte le grandezze determinanti ai fini della valutazione, e della conseguente difficoltà nella formulazione di previsioni, anche di breve periodo, relative ai suddetti parametri di natura finanziaria che influenzano i valori oggetto di stima;
- con riferimento al metodo dei multipli di borsa adottato dagli Organi Amministrativi ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio:
 - i. le quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni anche significative a causa della volatilità dei mercati;
 - ii. le risultanze dell'applicazione della metodologia empirica scontano il differente contesto competitivo e di mercato del campione di società comparabili, nonché una differente dimensione aziendale di tali società comparabili.

- le analisi critiche delle metodologie utilizzate dagli Amministratori sono state da noi sviluppate avendo a riguardo la determinazione di valori relativi delle Società.

Infine, ferma restando la ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie utilizzate, si segnala che gli Organi Amministrativi nella loro Relazione hanno fissato il Rapporto di Cambio da sottoporre all'Assemblea straordinaria degli Azionisti di Veneto Banca e CARIFAC in ragione di n. 1 azioni ordinarie di Veneto Banca per n.42 azioni ordinarie CARIFAC, sostanzialmente allineato al valore medio derivante dall'applicazione della metodologia principale.

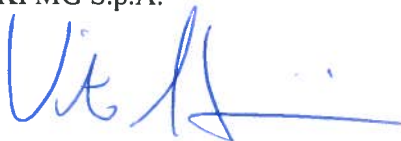
Delle predette circostanze si è tenuto conto ai fini della predisposizione della presente relazione sulla congruità, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, del Rapporto di Cambio.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure precedentemente indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrato nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Organi Amministrativi delle Società siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi, tenuto conto di quanto indicato ai precedenti paragrafi 9 e 10, siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione.

Verona, 25 febbraio 2013

KPMG S.p.A.



Vito Antonini
Socio