



RELAZIONE ILLUSTRATIVA
DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
SUL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
CASSA DI RISPARMIO DI FABRIANO E CUPRAMONTANA
IN
VENETO BANCA

(redatta ai sensi dell'art. 2501-quinquies del codice civile)

Montebelluna, 05 febbraio 2013

Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione

1. Giustificazione dell'operazione dal punto di vista strategico ed economico	Pag. 3
2. Profili giuridici dell'operazione	4
3. Rapporti di cambio e criteri utilizzati per la loro determinazione	5
3.1. Criterio del <i>Dividend Discount Model</i> (DDM) nella variante <i>Excess Capital</i>	5
3.2. Criterio dei Multipli di Borsa	7
4. Sintesi dei risultati e rapporto di cambio	9
5. Principali difficoltà di valutazione	9
Allegato 1 – Parametri DDM	10

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione Vi ha convocati in sede straordinaria per deliberare sulla proposta di fusione per incorporazione di Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A. (“**Carifac**”) in Veneto Banca s.c.p.a. (“**Veneto Banca**”) (insieme “**Società**”), nei termini che Vi andiamo ad illustrare.

1. GIUSTIFICAZIONE DELL’OPERAZIONE DAL PUNTO DI VISTA STRATEGICO ED ECONOMICO

L’operazione in oggetto fa seguito alla progressiva integrazione operativa di Carifac verso le *best practices* di Gruppo, per realizzarne la piena integrazione societaria ai fini del perseguimento del disegno industriale del Gruppo Veneto Banca, teso a rafforzare la capacità competitiva nei territori presidiati, attraverso un processo di semplificazione e razionalizzazione degli assetti che - in linea con le recenti incorporazioni di altre banche del Gruppo - consenta al Gruppo Veneto Banca di valorizzare il brand di riferimento, assicurare l’uniformità gestionale e contenere i costi, concentrando la propria azione sul miglioramento dei prodotti e servizi alla clientela, sulla fidelizzazione del legame con i soci, consolidando la presenza negli ambiti territoriali ove opera il Gruppo Veneto Banca e supportando lo sviluppo economico dei medesimi territori.

L’iniziativa in oggetto 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, l’operazione consentirà il recupero di risorse dell’attuale Direzione Centrale di Carifac, che potranno essere impiegate sia per un rafforzamento dei presidi e servizi operativi centralizzati che 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, 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, andando a costituire la nuova Direzione Territoriale Centro Italia.

Oltre al conseguimento di un più efficiente utilizzo delle risorse umane attualmente impiegate da Carifac, 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 alla società consortile SEC Servizi di Padova per la gestione informatizzata di dati e procedure inerenti le attività cessate o semplificate e alla Capogruppo per i servizi correntemente resi in outsourcing.

2. PROFILI GIURIDICI DELL'OPERAZIONE

Per quanto concerne gli aspetti civilistici, l'operazione è disciplinata dagli artt. 2501 e seguenti del Codice Civile.

L'incorporante Veneto Banca, a decorrere dalla data di efficacia giuridica dell'atto di fusione, succederà in tutti i rapporti giuridici attivi e passivi della società incorporata.

Ai sensi dell'art. 57 del D.Lgs. 385/1993 (TUB) la fusione è soggetta all'autorizzazione da parte di Banca d'Italia.

In conformità a quanto disposto dall'art. 2501-quater del Codice Civile, sono state predisposte ed utilizzate le situazioni patrimoniali di Veneto Banca e di Carifac al 30 novembre 2012, approvate rispettivamente in data 22 e 28 gennaio 2012 dai rispettivi Consigli di Amministrazione.

Gli effetti della fusione nei confronti dei terzi, ai sensi dell'art. 2504-bis del Codice Civile, decorreranno dalla data che sarà indicata nell'atto di fusione.

Le azioni Veneto Banca che saranno emesse in cambio delle azioni Carifac, annullate, avranno godimento dal primo gennaio dell'anno di decorrenza degli effetti giuridici della fusione.

L'operazione di fusione non è sottoposta a vincoli ed adempimenti giuridici diversi da quelli sopra indicati.

3. RAPPORTI DI CAMBIO E CRITERI UTILIZZATI PER LA LORO DETERMINAZIONE

Nelle operazioni di fusione per incorporazione, al fine della determinazione del numero di azioni che la società incorporanda dovrà emettere a fronte dell'annullamento delle azioni della società incorporata, deve essere determinato un congruo "rapporto di cambio".

Si è dovuto dunque procedere alla stima del valore economico a fini comparativi delle azioni sia di Carifac che di Veneto Banca. Tali valutazioni sono state condotte 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 Società, ponendo cioè particolare attenzione alla confrontabilità dei criteri adottati nei processi valutativi.

L'individuazione delle metodologie valutative è stata condotta 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), pur tenuto conto nel caso di specie dell'appartenenza di entrambe le Società allo stesso gruppo bancario.

Nell'ambito di tale approccio generale è stata utilizzata 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.

L'applicazione delle suddette metodologie è stata effettuata a partire dal forecast 2012 e dalle proiezioni economico-patrimoniali per il quinquennio 2013-2017 consolidate per VB, approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 5 febbraio 2013, e dal forecast 2012 e dalle proiezioni economico-patrimoniali per il quinquennio 2013-2017 per Carifac, approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 28 Gennaio 2013.

La data di riferimento della valutazione è il 30 novembre 2012.

3.1. Criterio del *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 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 pertanto 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 flussi di cassa distribuibili, è stato 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.

Il *Costo del Capitale* è stato ottenuto applicando la metodologia del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*.

La formula utilizzata per il calcolo 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 2.01.2013 e il 25.01.2013, 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%, come suggerito dalla migliore prassi professionale.

Sulla base di quanto sopra esposto, il costo del capitale proprio è pari a 8,59%. Per i dettagli relativi al calcolo del costo del capitale si rinvia all'allegato 1.

Il *Terminal Value* è stato stimato considerando, quale dato di riferimento iniziale, il reddito previsto nelle Proiezioni economico-patrimoniali ed il flusso di cassa potenzialmente distribuibile delle Società per l'esercizio 2017 e un tasso di crescita di lungo termine (g) pari a 2,5%.

Sintesi dei risultati

Sia per Carifac che per Veneto Banca è stata condotta un'analisi di sensitività dei risultati considerando differenti scenari sia di costo del capitale (*ke*) che di tasso di crescita di lungo periodo (*g*).

Dalle valutazioni effettuate sono emersi valori per azione di Carifac ricompresi tra un minimo di Euro **0,897** ed un massimo di Euro **1,004**. Di seguito si riporta il dettaglio dell'analisi effettuata:

		Tasso di crescita di lungo periodo			
		Px per azione	2,25%	2,50%	2,75%
Costo del Capitale	8,34%		0,966	0,984	1,004
	8,59%		0,930	0,946	0,963
	8,84%		0,897	0,911	0,927
		Media	0,948		

Per il Gruppo Veneto Banca, invece, il valore per azione oscilla tra un minimo di Euro **37,336** ed un massimo di Euro **42,338**. La tabella sotto riportata esplicita quanto appena descritto.

		Tasso di crescita di lungo periodo			
		Px per azione	2,25%	2,50%	2,75%
Costo del Capitale	8,34%		40,599	41,431	42,338
	8,59%		38,902	39,638	40,438
	8,84%		37,336	37,989	38,696
		Media	39,708		

Sulla base dei risultati sopra ottenuti, è emerso un rapporto di cambio, compreso tra 41,614 e 42,190 con un valore medio pari a 41,897. Le valutazioni sopra esposte sono state sviluppate sul base della situazione in essere, ovvero non considerando le possibili sinergie derivanti dall'operazione di fusione stessa che rappresentano un maggior valore per il Gruppo Veneto Banca nel suo complesso.

3.2. Criterio dei Multipli di Borsa

Ai soli fini di controllo dei risultati ottenuti dall'applicazione della metodologia principale, si è scelto di applicare il metodo dei multipli di borsa, che consiste nell'identificare il valore della società oggetto di valutazione sulla base delle valorizzazioni implicite che il mercato 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 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 è stato considerato il multiplo “Prezzo/Utile netto atteso 2014” 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 rispettivamente di Veneto Banca e di Carifac previsto nell'esercizio 2017, in quanto ritenuto espressivo 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%.

Per il calcolo del PE del campione è stato considerato un prezzo di riferimento pari alla media delle quotazioni nel periodo 25 ottobre 2012 – 25 gennaio 2013 e le attese di utili al 2014, da cui è emerso un PE medio pari a 6,86, come esplicitato nella tabella che segue:

Banche	P/E 2014
Banca Carige spa	8,71
Banca Popolare di Milano	9,73
Credito Emiliano	8,58
Credito Valtellinese	6,27
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio	1,54
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	6,33
Banca Popolare di Sondrio	na
Media P/E	6,86

L'applicazione di tale metodologia consente di individuare un intervallo di rapporti di cambio compreso tra 32,73 e 47,04.

4. SINTESI DEI RISULTATI E RAPPORTO DI CAMBIO

Il rapporto di cambio emerso dall'applicazione della metodologia principale del DDM ha, come sopra evidenziato, trovato riscontro nel range derivante dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato descritto.

Il rapporto di cambio medio ottenuto dal DDM si attesta a 41,9.

Si ritiene quindi congruo fissare il rapporto di cambio a 1:42, ovvero n. 1 azione Veneto Banca di nuova emissione a fronte di n. 42 azioni Carifac.

5. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE

Nel prendere a riferimento le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione sopra esposte, devono essere considerate alcune limitazioni e difficoltà proprie degli esercizi valutativi come di seguito sintetizzato:

- nell'applicazione del metodo del multiplo di borsa si riscontra la difficoltà pratica di identificare un campione di società comparabili, omogenee sotto ogni profilo e la 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.

ALLEGATO 1**Parametri DDM****Beta**

Al fine di determinare il *beta* con cui “correggere” il premio al rischio generico è stato selezionato un campione di banche, presenti nell’indice Mibtel, di medio-piccola dimensione, ritenute più significative per un confronto con le banche oggetto di valutazione, sulla base del quale è stato preso a riferimento il “Beta rettificato”.

Beta	
Società	Beta 4 Y
Banca Carige spa	0,849
Banca Popolare di Milano	1,215
Credito Emiliano	1,197
Credito Valtellinese	0,913
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio	0,818
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	1,016
Banca Popolare di Sondrio	0,808
<i>Media</i>	<i>0,974</i>

Fonte: Bloomberg

Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione utilizzato è stato ottenuto partendo da un tasso di mercato risk free maggiorato del premio al rischio generico per il mercato azionario, corretto per la rischiosità implicita del settore dell’azienda analizzata (*beta*).

In dettaglio:

$$i = \text{risk free rate} + \text{Equity Risk Premium} \times \text{Beta di settore}$$

Come tasso “risk free” è stata utilizzata la media dei rendimenti di un BTP decennale alle seguenti date:

Data	Tasso*
02/01/2013	4,27
03/01/2013	4,23
04/01/2013	4,26
07/01/2013	4,34
08/01/2013	4,28
09/01/2013	4,27
10/01/2013	4,15
11/01/2013	4,13
14/01/2013	4,19
15/01/2013	4,21
16/01/2013	4,18
17/01/2013	4,19
18/01/2013	4,16
21/01/2013	4,22
22/01/2013	4,20

23/01/2013	4,19
24/01/2013	4,16
25/01/2013	4,12
Media	4,21%

*Bloomberg rend BTP 10Y

Complessivamente il tasso di attualizzazione è risultato pari a:

Risk Free	Premio al Rischio	Beta	Tasso Attualizzazione
4,21%	4,50%	0,974	8,59%