



**RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA
AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
BANCA DI CREDITO DEI FARMACISTI SPA IN
FARBANCA SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 SEXIES
DEL CODICE CIVILE**



INDICE

1	MOTIVO, OGGETTO E NATURA DELL'INCARICO	1
2	NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE.....	3
3	DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA	3
4	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO.....	5
4.1	METODI DI VALUTAZIONE: CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI	6
4.1.1	<i>Il metodo del DDM.....</i>	6
4.1.2	<i>Il Metodo dei multipli delle transazioni</i>	7
4.2	I METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI DI FARBANCA E DI BCF.....	8
4.2.1	<i>Il valore economico di Farbanca</i>	8
4.2.2	<i>Il valore economico di BCF</i>	10
4.3	SINTESI DEI RISULTATI DELLE VALUTAZIONI.....	12
5	DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAGLI AMMINISTRATORI DI FARBANCA E DI BCF	14
6	RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAGLI AMMINISTRATORI DI FARBANCA E DI BCF	14
7	LAVORO SVOLTO	14
7.1	LAVORO SVOLTO SULLA DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA.....	14
7.2	LAVORO SVOLTO SUI METODI DI VALUTAZIONE UTILIZZATI PER LA DETERMINAZIONE DEL RAPPORTO DI CAMBIO	15
8	COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI E SULLA VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE	16
8.1	ADEGUATEZZA DEI METODI UTILIZZATI.....	16
8.2	VALIDITÀ DELLE STIME PRODOTTE	16
9	LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO	17
10	CONCLUSIONI.....	18



RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI BANCA DI CREDITO DEI FARMACISTI SPA IN FARBANCA SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli azionisti di
Farbanca SpA
Via Irnerio 43/B
40126 Bologna

Agli azionisti di
Banca di Credito dei Farmacisti SpA
Via Bellagamba 5
60128 Jesi (AN)

1 Motivo, oggetto e natura dell'incarico

In data 17 gennaio 2012 siamo stati nominati dal Presidente del Tribunale di Bologna, quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi dell'articolo 2501 sexies, comma terzo e quarto, del Codice Civile, la relazione sul rapporto di cambio fra le azioni di Farbanca SpA (di seguito, "Farbanca" o l'"Incorporante") e quelle di Banca di Credito dei Farmacisti SpA (di seguito, "BCF" o l'"Incorporata" e, congiuntamente con Farbanca, le "Società"), relativo al progetto di fusione per incorporazione di BCF in Farbanca (di seguito, "la Prospettata Operazione" o "la Prospettata Fusione").

Farbanca e BCF, avvalendosi della norma di cui all'articolo 2501 sexies, comma quarto, del Codice Civile hanno, infatti, richiesto e ottenuto dal Presidente del Tribunale di Bologna la nomina di un esperto comune ai fini della relazione sul citato rapporto di cambio.

Entrambe le Società fanno parte del Gruppo bancario Banca Popolare di Vicenza ("Gruppo BPVi") e sono soggette all'attività di direzione e coordinamento della Banca Popolare di Vicenza S.c.p.A. ("BPVi" o la "Capogruppo").

Farbanca, costituita nel luglio del 1997, è una banca multicanale focalizzata sul settore della farmacia e della sanità ed è entrata a far parte del Gruppo BPVi nel corso del 2007. Alla data della presente relazione, la partecipazione in Farbanca da parte di BPVi è pari al 52,64% del capitale sociale.

BCF è stata costituita nel febbraio del 2006 ed è entrata a far parte del Gruppo BPVi nell'aprile del 2011. Successivamente, la Banca d'Italia, rilevate gravi irregolarità nell'amministrazione e gravi violazioni normative, nonché gravi perdite patrimoniali, aveva disposto in data 27 gennaio 2010 la Gestione Provvisoria di BCF con conseguente sospensione delle funzioni degli organi di amministrazione e controllo. Persistendo le gravi irregolarità e le gravi perdite, con decreto del 26 marzo 2010 il Ministro dell'Economia e delle Finanze, aveva disposto lo scioglimento degli organi con

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale e amministrativa: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 0277851 Fax 027785240 Cap. Soc. 3.754.400,00 Euro i.v., C.F. e P.IVA e Reg. Imp. Milano 12979880155 Iscritta al n. 43 dell'Albo Consob - Altri Uffici: Bari 70124 Via Don Luigi Guanella 17 Tel. 0805640211 - Bologna Zola Predosa 40069 Via Tevere 18 Tel. 0516186211 - Brescia 25123 Via Borgo Pietro Wuhler 23 Tel. 0303697501 - Catania 95129 Corso Italia 302 - Firenze 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 - Genova 16121 Piazza Dante 7 Tel. 01029041 - Napoli 80121 Piazza dei Martiri 58 Tel. 08136181 - Padova 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873481 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091349737 - Parma 43100 Viale Tanara 20/A Tel. 0521242848 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06570251 - Torino 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011556771 - Trento 38122 Via Grazioli 73 Tel. 0461237004 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422696911 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 - Udine 33100 Via Poscolle 43 Tel. 043225789 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001



funzioni di amministrazione e di controllo di BCF e aveva sottoposto la stessa alla procedura di amministrazione straordinaria ai sensi dell'art. 70, comma 1, del TUB. La procedura di amministrazione straordinaria si è conclusa con la ricostituzione degli Organi Sociali nominati dall'Assemblea Ordinaria del 31 ottobre 2011 e a far data dal 2 novembre 2011 è stata ripristinata la gestione ordinaria della banca.

Alla data della presente relazione, BPVi detiene una partecipazione pari al 75,21% nel capitale sociale di BCF.

BCF si pone come obiettivo quello di operare su base nazionale attraverso la creazione di rapporti con la clientela molto personalizzati e l'offerta di prodotti finanziari *on-line* competitivi.

Gli obiettivi che si intendono perseguire con la Prospettata Fusione sono i seguenti:

- razionalizzazione dei costi attraverso l'eliminazione degli oneri correlati alla duplicazione degli organi sociali e di funzionamento delle due realtà bancarie;
- perseguimento dell'obiettivo strategico di creazione di un unico soggetto di riferimento nell'ambito "Farma" all'interno del Gruppo BPVi attraverso la creazione di una banca *leader* a livello nazionale nella specifica nicchia di mercato;
- rafforzamento ed ampliamento della compagine sociale di Farbanca attraverso l'ingresso di circa n. 180 nuovi soci, di cui più di n. 120 riconducibili al settore della farmacia;
- possibilità di offrire agli attuali clienti di BCF - appartenenti al target "farmacisti" - la gamma dei prodotti e dei servizi di Farbanca e, ove richiesto, l'operatività telematica rispetto a quella "tradizionale" degli sportelli.

A tal fine, abbiamo ricevuto da Farbanca e BCF i progetti di fusione, corredati delle apposite relazioni degli Amministratori, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione, che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'articolo 2501 quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio delle azioni. Le situazioni patrimoniali di cui all'art. 2501-quater del Codice Civile di Farbanca e BCF sono rappresentate dai rispettivi bilanci al 31 dicembre 2011, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 16 febbraio 2012 per l'Incorporante ed il 22 marzo 2012 per quanto attiene l'Incorporata e corredati della relazione sulla gestione redatta dagli Amministratori e della Relazione della società di revisione ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo 39/2010.

I progetti di fusione saranno sottoposti all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti di Farbanca e di BCF, che verranno convocate al fine di assumere la deliberazione di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

In considerazione del fatto che, a seguito della Prospettata Fusione si verificherà la fattispecie di cui all'articolo 34 del Decreto Legislativo n. 5 del 17 gennaio 2003 di cessazione della clausola compromissoria prevista dallo Statuto di BCF e non presente nello Statuto dell'Incorporante, i soci di BCF che non concorrono a tale deliberazione hanno diritto al recesso come previsto dall'art. 2437 del Codice Civile. Ai sensi dell'art. 2437-ter, il valore di liquidazione delle azioni di BCF sarà determinato

dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

2 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli azionisti di Farbanca e di BCF idonee informazioni sul rapporto di cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori di Farbanca e di BCF per la loro 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 Amministratori a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Farbanca e di BCF secondo quanto descritto nei successivi paragrafi, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella Prospettata Fusione. Tale valutazione è stata svolta dagli Amministratori di Farbanca e di BCF e deve pertanto essere unicamente considerata in termini relativi e con riferimento alla Prospettata Operazione.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

3 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da Farbanca e da BCF i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed, in particolare:

- I progetti di fusione e le relazioni degli amministratori di Farbanca e BCF, approvati dai Consigli di Amministrazione in data 27 aprile 2012 ed indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, con riferimento alle situazioni patrimoniali al 31 dicembre 2011 di Farbanca e di BCF, il seguente rapporto di cambio:

15 nuove azioni dell'Incorporante emesse al servizio dell'operazione a fronte di ogni singola azione dell'Incorporata,

- Bilancio d'esercizio di Farbanca al 31 dicembre 2010 ed al 31 dicembre 2011, corredati delle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale. Tali bilanci, approvati dagli Amministratori, rispettivamente in data 3 marzo 2011 e in data 16 febbraio 2012 sono stati da noi assoggettati a revisione contabile completa;

- Bilancio d'esercizio di BCF al 31 ottobre 2011 (data di chiusura dell'Amministrazione Straordinaria dell'Incorporata) relativo al periodo gennaio-ottobre 2011, predisposto, ai sensi dell'art. 75, comma 2, del TUB, dal Commissario Straordinario e approvato da Banca d'Italia in data 23 marzo 2012, corredato della relazione della società di revisione PricewaterhouseCoopers SpA;
- Bilancio d'esercizio di BCF al 31 dicembre 2011 relativo al periodo novembre-dicembre 2011, corredato delle relazioni degli Amministratori e del Collegio Sindacale, approvato dal Consiglio di Amministrazione del 22 marzo 2012 e da noi assoggettato a revisione contabile completa;
- Proiezioni 2012-2016 di Farbanca e di BCF, comprensive dell'evoluzione delle attività ponderate per il rischio, predisposte dalle rispettive Direzioni delle Società ed approvate dai Consigli di Amministrazione di Farbanca in data 29 marzo 2012 e di BCF in data 22 marzo 2012;
- Proiezioni 2017-2019 di Farbanca e di BCF predisposte dagli Amministratori in maniera semplificata al fine di riflettere gli effetti dell'entrata in vigore del Nuovo Accordo di Basilea sul Capitale Regolamentare delle Banche ("Basilea 3");
- La proposta di delibera presentata al Consiglio di Amministrazione di Farbanca del 27 aprile 2012 sulla quale, al termine della seduta consiliare, è stato apposto il visto di esecutività del Direttore Generale avente ad oggetto l'approvazione:
 - del rapporto di cambio tra le azioni delle Società partecipanti alla Prospettata Fusione,
 - del progetto di fusione ex art. 2501-ter del Codice Civile,
 - dell'utilizzo, quale situazione patrimoniale, ex art. 2501-quater del Codice Civile, del bilancio d'esercizio chiuso al 31 dicembre 2011, approvato dall'Assemblea dei Soci del 29 marzo 2012,
 - della relazione dell'Organo Amministrativo ex art. 2501-quinquies del Codice Civile;
- La proposta di delibera presentata al Consiglio di Amministrazione di BCF del 27 aprile 2012 sulla quale, al termine della seduta consiliare, è stato apposto il visto di esecutività del Direttore Generale avente ad oggetto l'approvazione:
 - del rapporto di cambio tra le azioni delle Società partecipanti alla Prospettata Fusione,
 - del valore di liquidazione ex art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile,
 - del progetto di fusione ex art. 2501-ter del Codice Civile,
 - dell'utilizzo, quale situazione patrimoniale, ex art. 2501-quater del Codice Civile, del bilancio al 31 dicembre 2011, relativo al periodo 1.11.2011 – 31.12.2011, approvato dall'Assemblea dei Soci del 23 aprile 2012, nonché, per la prima parte dell'esercizio 2011, dal bilancio al 31 ottobre 2011 di chiusura dell'Amministrazione Straordinaria relativo al periodo 1.1.2010 – 31.10.2011 predisposto, ai sensi dell'art. 75, comma 2, del T.U.B, dal Commissario Straordinario e approvato da Banca d'Italia in data 23 marzo 2012,

- della relazione dell'Organo Amministrativo ex art. 2501-quinquies del Codice Civile.

La seguente ulteriore documentazione è stata da noi esaminata:

- Statuti vigenti di BCF e di Farbanca e il testo dello statuto della società Incorporante con le modifiche derivanti dalla Prospettata Fusione che verrà sottoposto all'approvazione dell'assemblea straordinaria delle due Società;
- Elementi contabili e statistici nonché ulteriori documenti e informazioni ritenuti utili ai fini della presente relazione.

Le Società hanno messo anticipatamente a nostra disposizione le risultanze in merito alla determinazione del rapporto di cambio ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dai rappresentanti legali delle Società in data 30 aprile 2012, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

4 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del rapporto di cambio

Gli Amministratori delle Società hanno provveduto a determinare il valore economico di Farbanca e il valore economico di BCF al fine di determinare il peso reciproco ed il rapporto di cambio tra le Società.

Gli Amministratori di Farbanca e di BCF hanno adottato il medesimo processo valutativo e sono pervenuti ai medesimi risultati. Pertanto, nel prosieguo, allorquando verranno descritti i metodi di valutazione ed i risultati ottenuti, gli stessi devono intendersi riferiti sia agli Amministratori di Farbanca, sia di BCF.

In particolare, ai fini dell'operazione in oggetto, i valori economici di Farbanca e BCF sono stati determinati in un'ottica *stand alone*, ovvero a prescindere dagli eventuali effetti che potrebbero derivare dalla prospettata aggregazione.

I valori economici sono stati stimati sulla base di un principio, consolidato nella prassi valutativa, di omogeneità relativa dei criteri di valutazione, tenuto conto delle caratteristiche distintive delle singole entità oggetto di valutazione.

In particolare, in considerazione delle caratteristiche distintive delle Società, gli Amministratori ai fini della determinazione del valore economico di tali entità hanno ritenuto di adottare, quale metodologia principale, il Metodo del Dividend Discount Model nella variante dell'Excess Capital (di seguito anche

“DDM”) e come metodologia di controllo il Metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili (di seguito, anche “Multipli M&A”).

I valori economici risultanti dall’applicazione dei differenti metodi di valutazione assumono, pertanto, significato nel loro profilo relativo e devono intendersi esclusivamente finalizzati alla formulazione di rapporti di cambio ritenuti congrui.

4.1 Metodi di valutazione: considerazioni metodologiche generali

Alla luce delle considerazioni precedentemente illustrate e tenuto conto, tra gli altri aspetti, sia delle caratteristiche di Farbanca e di BCF, sia della prassi valutativa relativa a operazioni similari realizzate in Italia e all’estero, di seguito si descrivono gli approcci valutativi adottati dagli Amministratori delle due Società e finalizzati alla determinazione del rapporto di cambio.

4.1.1 Il metodo del DDM

Il DDM rappresenta una variante del metodo dei flussi di cassa. In particolare, tale metodo, nella variante dell’“Excess Capital”, stabilisce che il valore economico di una banca è dato dal valore attuale netto di un flusso di dividendi determinato sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali minimi imposti dall’Autorità di Vigilanza.

Sulla base di tale metodo, il valore economico di una banca è pari alla somma di:

- Valore attuale dei flussi di cassa (i.e. dividendi) futuri generati nell’orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti sulla base di un business plan pluriennale, mantenendo un livello di patrimonializzazione ritenuto adeguato a consentire lo sviluppo futuro;
- Valore attuale del valore terminale, calcolato considerando il flusso di cassa (i.e. dividendo) dell’ultimo anno di previsione esplicita, il costo dei mezzi propri ed il tasso di crescita perpetuo.

La metodologia del DDM stima pertanto il valore del capitale economico di una banca mediante la seguente formula:

$$W = DIVa + VTa$$

dove:

- “W”: rappresenta il valore economico della banca oggetto di valutazione;
- “DIVa”: rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- “VTa”: rappresenta il valore attuale del valore terminale della banca.



L'applicazione del DDM si articola nelle seguenti fasi:

- Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento;
- Determinazione del tasso di crescita perpetua e del tasso di attualizzazione: il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ed è calcolato sulla base del Capital Asset Pricing Model ("CAPM");
- Calcolo del valore terminale, che rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa teoricamente distribuibili agli azionisti nel lungo termine, oltre il periodo di previsione esplicita.

In particolare, il tasso di attualizzazione K_e è ottenuto attraverso l'applicazione della seguente formula:

$$K_e = \text{Risk Free Rate} + \beta * \text{Risk Premium}$$

dove:

- **Risk Free Rate:** identifica il rendimento fornito dagli investimenti privi di rischio con scadenza nel medio - lungo periodo, assunto come equivalente al rendimento dei titoli di Stato con scadenze similari;
- **Risk Premium:** è il premio richiesto sugli investimenti azionari, in termini di differenziale di rendimento rispetto agli investimenti privi di rischio (titoli di Stato a medio - lungo termine);
- **Beta (β):** vale a dire il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento, ovvero questo fattore misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato.

4.1.2 Il Metodo dei multipli delle transazioni

Il metodo dei multipli delle transazioni comparabili individua il valore del capitale economico di un'azienda nell'ambito di una transazione sulla base dei prezzi pagati per transazioni similari.

Nel metodo in questione, infatti, i prezzi cui si fa riferimento sono quelli riscontrabili nell'ambito di negoziazioni per quote rilevanti o di controllo del capitale azionario di società comparabili, ovvero nell'ambito di operazioni di acquisizione di aziende o rami d'azienda aventi caratteristiche similari a quella oggetto di valutazione.

L'applicazione del metodo in oggetto si può suddividere nelle seguenti fasi:

- Individuazione di un gruppo di transazioni riguardanti aziende comparabili;
- Definizione dei multipli sulla base delle informazioni disponibili (a titolo esemplificativo, il

rapporto tra il prezzo e l'utile netto, o fra il prezzo e la raccolta totale);

- Applicazione dei multipli individuati alle corrispondenti grandezze dell'azienda oggetto di valutazione.

Le transazioni possono incorporare il riconoscimento di un premio legato:

- Ai benefici ottenibili in termini di sinergie realizzabili dall'operazione,
- All'eventuale acquisizione del controllo, di un'influenza dominante o di quote rilevanti,
- Alla valenza strategica dell'operazione per le parti coinvolte.

4.2 I metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Farbanca e di BCF

Nel presente paragrafo si riportano i dettagli relativi all'applicazione delle metodologie utilizzate dagli Amministratori delle Società ivi inclusi i risultati ottenuti in termini di possibili intervalli di rapporto di cambio.

4.2.1 Il valore economico di Farbanca

Come descritto in precedenza, ai fini della determinazione del valore economico di Farbanca gli Amministratori hanno adottato il Metodo del DDM ed il metodo dei Multipli delle transazioni comparabili.

Il **metodo del DDM** è stato applicato partendo dalle proiezioni 2012-2016 relative all'Incorporante prolungate in maniera semplificata per un ulteriore triennio al fine di riflettere gli impatti derivanti dall'entrata in vigore di Basilea 3.

Il valore economico di Farbanca è stato calcolato come sommatoria dal valore attuale dei seguenti elementi:

- Dividendi massimi distribuibili, calcolati nel periodo esplicito in considerazione del rispetto dei requisiti di patrimonializzazione minimi previsti. In particolare, gli Amministratori hanno definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario a garantire l'operatività di Farbanca ipotizzando che l'innesto delle regole di Basilea 3 avvenisse gradualmente fino a raggiungere un *common equity target* dell'8% e un *total capital ratio* del 10,5% a regime dal 2019;
- *Terminal Value*, calcolato sulla base della seguente formula (formula di Gordon-Shapiro):

$$TV = [DIV (t+1)/(Ke-g)]$$

dove:

- $DIV(t+1)$: identifica il dividendo normalizzato, calcolato sulla base dei requisiti di vigilanza;
- K_e : è il costo del capitale proprio;
- g : rappresenta il tasso di crescita di lungo periodo.

Il tasso di sconto (K_e) considerato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa è stato ottenuto considerando un tasso privo di rischio (*Risk Free Rate*) del 5,27% (pari al rendimento medio netto dei BTP italiani decennali nel periodo 30 giugno 2011-31 dicembre 2011), un coefficiente Beta di 0,84, determinato sulla base delle osservazioni relative ad un campione di società comparabili ed un Market Risk Premium del 5%. Il costo del capitale (K_e) così calcolato dagli Amministratori, è risultato pari al 9,47%.

Il tasso di crescita (g) è stato considerato pari al tasso di inflazione atteso nel lungo periodo (2%). Il valore attuale dei dividendi per il periodo esplicito 2012-2016 è pari a € 33,1 milioni.

Il *Terminal Value* rappresenta la rendita perpetua del dividendo distribuibile agli azionisti nel lungo periodo. Il dividendo distribuibile nel lungo periodo (€ 4,3 milioni) è stato capitalizzato mediante la formula di Gordon Shapiro, determinando un valore pari ad € 57 milioni. Il valore attuale del *Terminal Value* è stato determinato pari ad € 27,6 milioni.

Come evidenziato nella tabella sotto riportata, a seguito delle analisi svolte gli Amministratori hanno determinato un valore economico dell'Incorporante pari a € 60,7 milioni:

Il valore economico di Farbanca con il metodo del DDM

	€ milioni
Valore attuale dei flussi espliciti	33,1
Valore attuale del valore terminale	27,6
Valore economico	60,7

Fonte: Progetto di fusione e relazioni degli Amministratori

Il valore così determinato è stato oggetto di analisi di sensitività in relazione a possibili variazioni degli assunti di base, rappresentati dal costo del capitale proprio e dal tasso di crescita di lungo periodo.

In particolare, sono state considerate variazioni del costo del capitale proprio (K_e) e del tasso di crescita di lungo periodo (tasso g) pari a +/-0,50%.

Le analisi di sensitività effettuate sui parametri valutativi relativi al k_e ed al tasso g , confermano un valore economico di Farbanca compreso in un intervallo di valori tra € 57 milioni ed € 65,4 milioni.

Ad ulteriore conforto dei risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori hanno ritenuto di applicare il **metodo dei multipli delle transazioni comparabili**. A tal fine, gli Amministratori hanno fatto riferimento a transazioni aventi ad oggetto aziende bancarie avvenute nel mercato italiano nel periodo 2008-2010. Relativamente al 2008, sono state selezionate solamente le transazioni avvenute successivamente al fallimento della banca d'affari Lehman Brothers. I multipli presi in considerazione sono i seguenti:

- Prezzo pagato (P) / Utile (E);
- Prezzo pagato (P) / Margine di Intermediazione (MINT).

I multipli medi impliciti delle transazioni comparabili individuati sono risultati pari a 32,5x con riferimento al multiplo P/E ed a 6,6x con riguardo al multiplo P/MINT.

I multipli suddetti sono stati applicati dagli Amministratori alle pertinenti grandezze economiche riferibili a Farbanca determinando un valore economico dell'Incorporante compreso in un intervallo di valori tra un minimo di € 49,4 milioni ed un massimo di € 88,7 milioni.

4.2.2 Il valore economico di BCF

Il valore economico di BCF è stato determinato dagli Amministratori attraverso le medesime metodologie valutative adottate in relazione a Farbanca.

Il **metodo del DDM** è stato applicato partendo dalle proiezioni 2012-2016 relative all'Incorporata prolungate in maniera semplificata per un ulteriore triennio al fine di riflettere gli impatti derivanti dall'entrata in vigore di Basilea 3.

Il valore economico di BCF è stato calcolato come sommatoria dal valore attuale dei seguenti elementi:

- Dividendi massimi distribuibili, calcolati nel periodo esplicito in considerazione del rispetto dei requisiti di patrimonializzazione minimi previsti. In particolare, gli Amministratori hanno definito il livello minimo di patrimonializzazione necessario a garantire l'operatività di BCF ipotizzando che l'innesto delle regole di Basilea 3 avvenisse gradualmente fino a raggiungere un *common equity target* dell'8% e un *total capital ratio* del 10,5% a regime dal 2019;
- *Terminal Value*, calcolato sulla base della seguente formula (formula di Gordon-Shapiro):

$$TV = [DIV(t+1)/(Ke-g)]$$

dove:

- $DIV(t+1)$: identifica il dividendo normalizzato, calcolato sulla base dei requisiti di vigilanza;
- Ke : è il costo del capitale proprio;
- g : rappresenta il tasso di crescita di lungo periodo.

Il tasso di sconto (K_e) considerato ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa è stato ottenuto considerando un tasso privo di rischio (Risk Free Rate) del 5,27% (pari al rendimento medio netto dei BTP italiani decennali nel periodo 30 giugno 2011-31 dicembre 2011), un coefficiente Beta di 0,84, determinato sulla base delle osservazioni relative ad un campione di società comparabili ed un Market Risk Premium del 5%. Il costo del capitale (K_e) così calcolato dagli Amministratori, è risultato pari al 9,47%.

Il tasso di crescita (g) è stato considerato pari al tasso di inflazione atteso nel lungo periodo (2%). Il valore attuale dei dividendi per il periodo esplicito 2012-2016 è pari a € 10,9 milioni.

Il *Terminal Value* rappresenta la rendita perpetua del dividendo distribuibile agli azionisti nel lungo periodo. Il dividendo distribuibile nel lungo periodo (€ 0,7 milioni) è stato capitalizzato mediante la formula di Gordon Shapiro, determinando un valore pari ad € 9 milioni. Il valore attuale del *Terminal Value* è stato determinato pari ad € 4,4 milioni.

Come evidenziato nella tabella sotto riportata, a seguito delle analisi svolte gli Amministratori hanno determinato un valore economico dell'Incorporata pari a € 15,3 milioni:

Il valore economico di BCF con il metodo del DDM

	€ milioni
Valore attuale dei flussi espliciti	10,9
Valore attuale del valore terminale	4,4
Valore economico	15,3

Fonte: Progetto di fusione e relazioni degli Amministratori

Il valore così determinato è stato oggetto di analisi di sensitività in relazione a possibili variazioni degli assunti di base, rappresentati dal costo del capitale proprio e dal tasso di crescita di lungo periodo.

In particolare, sono state considerate variazioni del costo del capitale proprio (K_e) e del tasso di crescita di lungo periodo (tasso g) pari a +/-0,50%.

Le analisi di sensitività effettuate sui parametri valutativi relativi al k_e ed al tasso g , confermano un valore economico di BCF compreso in un intervallo di valori tra € 14,8 milioni ed € 15,9 milioni.

Ad ulteriore conforto dei risultati ottenuti attraverso l'applicazione del metodo del DDM, gli Amministratori hanno ritenuto di applicare il **metodo dei multipli delle transazioni comparabili**. A tal fine, gli Amministratori hanno fatto riferimento a transazioni aventi ad oggetto aziende bancarie avvenute nel mercato italiano nel periodo 2008-2010. Relativamente al 2008, sono state selezionate solamente le transazioni avvenute successivamente al fallimento della banca d'affari Lehman Brothers. I multipli presi in considerazione sono i seguenti:

- Prezzo pagato (P) / Utile (E);
- Prezzo pagato (P) / Margine di Intermediazione (MINT).

I multipli medi impliciti delle transazioni comparabili individuati sono risultati pari a 32,5x con riferimento al multiplo P/E ed a 6,6x con riguardo al multiplo P/MINT.

I multipli suddetti sono stati applicati dagli Amministratori alle pertinenti grandezze economiche riferibili a BCF determinando un valore economico dell'Incorporata compreso in un intervallo di valori tra un minimo di € 13,5 milioni ed un massimo di € 17,1 milioni.

4.3 Sintesi dei risultati delle valutazioni

Le risultanze derivanti dall'applicazione da parte degli Amministratori di Farbanca e di BCF dei metodi di valutazione descritti nei precedenti paragrafi sono state utilizzate ai fini della determinazione del rapporto di cambio nell'ambito della Prospettata Fusione di BCF in Farbanca.

La tabella seguente illustra i risultati ottenuti mediante l'applicazione del metodo del DDM:

Intervallo del rapporto di cambio - metodo principale

€	Rapporto di cambio	
	Min	Max
Valore economico - BCF	14.805.158	15.902.939
Valore economico - Farbanca	57.029.707	65.381.364
# azioni BCF	47.107	47.107
# azioni Farbanca	2.824.210	2.824.210
Valore economico per azione - BCF	314,3	337,6
Valore economico per azione - Farbanca	20,2	23,2
Rapporto di Cambio	13,6	16,7

Fonte: Progetto di fusione e relazioni degli Amministratori

In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Farbanca e di BCF hanno individuato, attraverso l'applicazione del metodo principale del DDM, un intervallo del possibile rapporto di cambio compreso tra un minimo di 13,6 ed un massimo di 16,7 azioni ordinarie di Farbanca per ogni azione ordinaria di BCF. L'estremo inferiore (13,6) è stato ottenuto rapportando il valore economico per azione minimo di BCF al valore economico per azione massimo di Farbanca. L'estremo superiore (16,7) deriva dal rapporto tra il valore economico per azione massimo di BCF ed il valore economico per azione minimo di Farbanca.

I risultati ottenuti risultano sostanzialmente confermati dall'intervallo del rapporto di cambio tra le azioni Farbanca e le azioni BCF determinato attraverso l'applicazione della metodologia di controllo (multipli M&A):

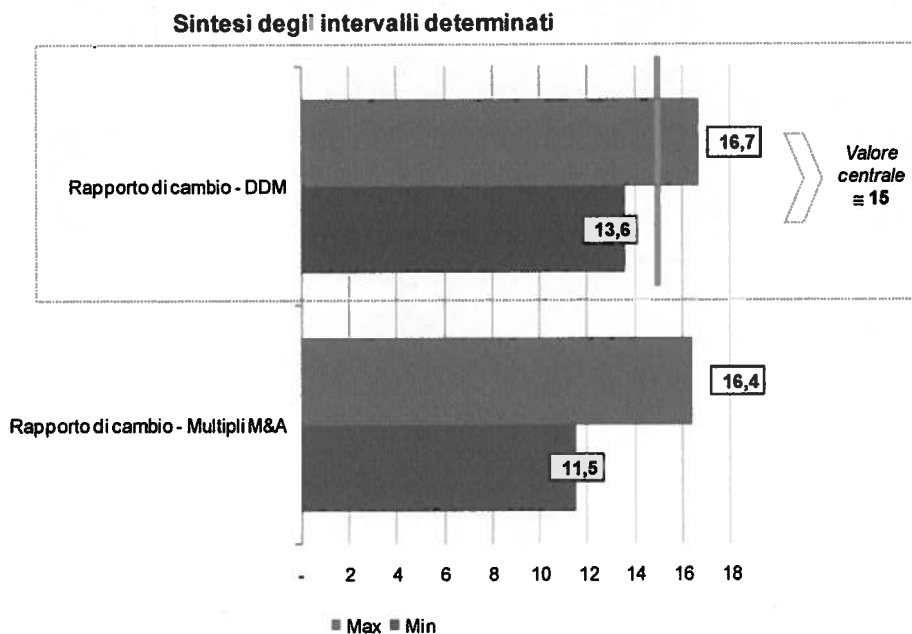
Intervallo del rapporto di cambio - metodo di controllo

€	Rapporto di cambio	
	P/E	P/MINT
Valore economico - BCF	17.075.049	13.518.615
Valore economico - Farbanca	88.731.050	49.443.273
# azioni BCF	47.107	47.107
# azioni Farbanca	2.824.210	2.824.210
Valore economico per azione - BCF	362,5	287,0
Valore economico per azione - Farbanca	31,4	17,5
Rapporto di Cambio	11,5	16,4

Fonte: Progetto di fusione e relazioni degli Amministratori

L'applicazione dei multipli P/E e P/MINT ha condotto gli Amministratori a determinare un rapporto di cambio compreso tra un minimo di 11,5 ed un massimo di 16,4 azioni ordinarie di Farbanca ogni azione ordinaria di BCF confermando la validità del rapporto di cambio individuato attraverso il metodo del DDM.

La figura in basso sintetizza gli intervalli del rapporto di cambio individuati dagli Amministratori:



Gli Amministratori di Farbanca e di BCF alla luce dei risultati ottenuti mediante l'applicazione della metodologia principale, supportata dalla metodologia di controllo, hanno individuato un rapporto di cambio di 15 azioni ordinarie di Farbanca per ogni azione ordinaria di BCF.

5 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Farbanca e di BCF

Le principali difficoltà riscontrate dagli Amministratori sono le seguenti:

- **Limiti insiti nei dati previsionali e nelle ipotesi utilizzate:** le metodologie di valutazione adottate, oltre a far riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate sul Business Plan 2012 – 2016 delle banche coinvolte, prolungati fino al 2019 secondo una logica semplificata al fine di determinare un utile sostenibile di lungo periodo. Tali dati prospettici e ipotesi, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico.
- **Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati:** i metodi di valutazione utilizzati hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.

6 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Farbanca e di BCF

Sulla base dell'applicazione del metodo del DDM, confortato dal metodo dei multipli delle transazioni comparabili, gli Amministratori sono pervenuti alla determinazione del seguente rapporto di cambio:

15 azioni ordinarie di Farbanca per ogni azione ordinaria di BCF

7 Lavoro svolto

7.1 Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata

Gli interventi e le attività di seguito illustrati sono stati svolti nella misura necessaria per il

raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Come già indicato in precedenza, le situazioni patrimoniali di cui all'articolo 2501-quater del Codice Civile di Farbanca e di BCF sono rappresentate dai rispettivi bilanci dell'ultimo esercizio chiuso al 31 dicembre 2011 approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione, rispettivamente, il 16 febbraio 2012 ed il 22 marzo 2012 e da noi assoggettati a revisione contabile completa ai sensi degli articoli 14 e 16 del Decreto Legislativo del 27 gennaio 2010, n. 39 senza rilievi.

Pertanto, ai fini del parere ex. articolo 2501-sexies del Codice Civile, abbiamo provveduto:

- all'aggiornamento della lettura dei Libri Sociali,
- a raccogliere, attraverso discussioni con le Direzioni di Farbanca e di BCF informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura dei bilanci d'esercizio sopra menzionati che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame.

Circa le proiezioni future di Farbanca e di BCF alla base dell'applicazione dei metodi di valutazione utilizzati, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di stato previsionale, abbiamo discusso con le Direzioni delle Società i criteri e le assunzioni utilizzati per la loro redazione.

Abbiamo, infine, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni di Farbanca e di BCF, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi tra il 31 dicembre 2011 (data di chiusura del bilancio) e la data della presente relazione, tali da influenzare il rapporto di cambio determinato.

7.2 Lavoro svolto sui metodi di valutazione utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio

Si riporta di seguito un elenco delle principali verifiche effettuate:

- Analisi critica dei progetti di fusione approvati dai Consigli di Amministrazione di Farbanca e BCF in data 27 aprile 2012 e delle relazioni dei rispettivi Consigli di Amministrazione di Farbanca e di BCF redatte ai sensi dell'art. 2501-quinquies del Codice Civile. Tali documenti sono stati ottenuti in via anticipata dalle Società onde consentire lo svolgimento delle attività necessarie ai fini dell'emissione del presente parere;
- Analisi e discussione con le Direzioni di Farbanca e di BCF in merito all'esercizio valutativo svolto, alle risultanze dello stesso ed alle correlate motivazioni e giustificazioni;
- Verifica della completezza e dell'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori di Farbanca e di BCF nella determinazione del rapporto di cambio;
- Sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Farbanca e di BCF e di ulteriori analisi al fine di verificare quanto il

rapporto di cambio sia influenzabile da variazioni delle ipotesi e dei parametri utilizzati;

- Verifica che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme compatibilmente con gli elementi caratteristici di Farbanca e di BCF;
- Verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata" descritta nel precedente paragrafo 3;
- Verifica della correttezza matematica del calcolo del rapporto di cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Farbanca e di BCF;
- Ottenimento di informazioni dal Socio Responsabile della revisione legale dei conti di BCF circa il lavoro svolto ai fini del parere ex articolo 2437-ter sul valore di liquidazione delle azioni di BCF.

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

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi alle Società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del rapporto di cambio; tale stima, pertanto, non è utilizzabile per finalità diverse.

Ciò premesso, le principali considerazioni con riguardo alla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi di valutazione adottati sono riportate nel prosieguo.

8.1 Adeguatezza dei metodi utilizzati

I metodi adottati dagli Amministratori di Farbanca e di BCF per la determinazione dei valori economici delle Società, nonché del relativo rapporto di cambio sono comunemente accettati ed utilizzati, sia a livello nazionale, sia in ambito internazionale nel contesto della valutazione di realtà con caratteristiche simili. In particolare, l'utilizzo della metodologia di controllo ha reso maggiormente significativo il processo valutativo ed ha consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti.

I metodi valutativi adottati e precedentemente elencati sono stati sviluppati su base *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative di Farbanca e di BCF.

8.2 Validità delle stime prodotte

Le valutazioni effettuate dagli Amministratori si basano su previsioni economico-patrimoniali delle Società approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione.

Va sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi alla base della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Va, infine, tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate si manifestassero.

Al riguardo si evidenzia, infine, che il prolungamento delle proiezioni è stato effettuato in maniera omogenea per le due Società e risulta, pertanto, in linea con il principio della coerenza e comparabilità dei metodi di valutazione applicati dagli Amministratori di Farbanca e di BCF.

9 Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Nel corso dello svolgimento del nostro incarico abbiamo incontrato problematiche generalmente ricorrenti nell'ambito di processi valutativi analoghi.

Si richiama, in particolare, l'attenzione su quanto segue:

- ***Limiti insiti nei dati previsionali e nelle ipotesi utilizzate***

Le metodologie di valutazione adottate, oltre a far riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate sui Business Plan 2012 – 2016 delle due Società, prolungati dalle rispettive Direzioni fino al 2019. Tali dati prospettici e ipotesi, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macro-economico. Tale limitazione è stata, tuttavia, mitigata mediante lo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività.

- ***Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati***

I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori hanno richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo da parte nostra di analisi di sensitività, per tenere conto dei diversi scenari valutativi, ha consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.



10 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori 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 tra le azioni di Farbanca e le azioni di BCF contenuto nei progetti di fusione.

Padova, 30 aprile 2012

PricewaterhouseCoopers SpA

A handwritten signature in black ink that reads 'Alessandra Mingozi'.

Alessandra Mingozi
(Revisore Contabile)