

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUI RAPPORTI DI CAMBIO DELLE AZIONI AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501 - SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di:

Fondiarria-SAI S.p.A.

Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni

Unipol Assicurazioni S.p.A.

Milano Assicurazioni S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Nell'ambito della prospettata operazione di fusione per incorporazione (la "**Fusione**") di Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni ("**Premafin**"), Unipol Assicurazioni S.p.A. ("**Unipol Assicurazioni**") ed eventualmente Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**", e, congiuntamente a Premafin ed a Unipol Assicurazioni, le "**Incorporande**"), in Fondiarria-SAI S.p.A. ("**Fondiarria-SAI**" o l'"**Incorporante**" e, insieme alle Incorporande, le "**Società**"), in data 7 dicembre 2012 siamo stati nominati dal Tribunale di Torino, su istanza congiunta dell'Incorporante e delle Incorporande, quale esperto comune incaricato di redigere, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, la relazione sulla congruità dei rapporti di cambio relativi alla Fusione.

A tal fine abbiamo ricevuto dalle Società, tra l'altro:

- (i) il progetto di fusione redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile (il "**Progetto di Fusione**"), approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società in data 20 dicembre 2012 e depositato presso la sede delle Società in data 28 gennaio 2013;
- (ii) le relazioni dei Consigli di Amministrazione delle Società redatte ai sensi dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, che indicano, illustrano e giustificano, sotto il profilo giuridico ed economico, il Progetto di Fusione e, in particolare, i rapporti di cambio, dipendenti dalla Fusione, delle azioni ordinarie delle Incorporande in azioni ordinarie dell'Incorporante e delle azioni di risparmio di Milano Assicurazioni in azioni di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante (i "**Rapporti di Cambio**"). Anche queste relazioni risultano approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 20 dicembre 2012 (le "**Relazioni degli Amministratori**").

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Fondiaria-SAI (convocata in data 24 ottobre 2013 e in data 25 ottobre 2013 rispettivamente in prima e seconda convocazione), di Premafin (convocata in data 25 ottobre 2013), di Unipol Assicurazioni (convocata in data 25 ottobre 2013) e di Milano Assicurazioni (convocata in data 25 ottobre 2013 e in data 26 ottobre 2013 rispettivamente in prima e seconda convocazione), nonché all'approvazione dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni (convocata in data 26 ottobre 2013 in prima convocazione e in data 28 ottobre 2013 e 29 ottobre 2013 rispettivamente in seconda e terza convocazione).

2. SINTESI DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE

2.1. L'ACCORDO CON UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO S.p.A. E LE FASI DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE

Come preliminarmente chiarito dagli Amministratori dell'Incorporante, le Relazioni degli Amministratori sono state predisposte in occasione di un costante confronto tra i Consigli di Amministrazione delle Società, con il supporto dei rispettivi *advisor* coinvolti e dei rispettivi Comitati per le Operazioni con Parti Correlate, allo scopo di garantire agli Azionisti pari informativa in relazione ad aspetti fattuali del tutto coincidenti e comuni e rappresentazioni tra loro omogenee e coerenti.

Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, in data 29 gennaio 2012, Premafin e Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("UGF") hanno stipulato un accordo (l'"**Accordo di Investimento**"), integrato da accordi raggiunti per scambio di corrispondenza tra le parti in data 22-25 giugno 2012 (gli "**Accordi Integrativi**"), avente ad oggetto i reciproci impegni assunti con riguardo alla realizzazione di un'operazione di integrazione per fusione tra Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni, Premafin e, eventualmente, Milano Assicurazioni (il "**Progetto di Integrazione**"). I Consigli di Amministrazione riportano che il Progetto di Integrazione ha l'obiettivo di salvaguardare la solvibilità attuale e futura di Premafin e Fondiaria-SAI e di creare, nel contempo, un operatore nazionale di primario rilievo nel settore assicurativo, in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti nazionali ed europei e di generare valore per tutti gli Azionisti delle società coinvolte. Gli Amministratori delle Società aggiungono che il complessivo Progetto di Integrazione rappresenta lo strumento per assicurare la necessaria ripatrimonializzazione di Fondiaria-SAI, in conformità a quanto richiesto dall'Autorità di Vigilanza. Ad avviso degli Amministratori delle Società, inoltre, il Progetto di Integrazione offre la prospettiva di generare significative sinergie industriali, suscettibili di creare valore nel medio-lungo periodo per tutti gli Azionisti delle Società coinvolte.

Secondo quanto riferito nelle Relazioni degli Amministratori, nell'ambito del Progetto di Integrazione sono state poste in essere le seguenti principali attività, individuate quali fasi essenziali ed inscindibili di detto Progetto di Integrazione:

- la predisposizione da parte di Premafin di un piano idoneo a consentire il riequilibrio della propria situazione finanziaria, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 67, comma 3, lett. d) del R. D. 16 marzo 1942, n. 267 (il "**Piano di Risanamento**"). Al riguardo, le Relazioni degli Amministratori riportano che, in data 30 marzo 2012, il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha approvato il Piano di Risanamento (integrato successivamente con *addendum* approvato in data 17 maggio 2012 dal medesimo Consiglio di Amministrazione) e, in data 16 aprile 2012, il dott. Ezio Maria Simonelli, unitamente al professor Stefano Caselli, ha rilasciato la propria relazione di attestazione (successivamente integrata in data 18 maggio 2012). Gli Amministratori delle Società rilevano, inoltre, che il Piano di Risanamento si articola essenzialmente nei seguenti passaggi: (i) la sottoscrizione da parte di UGF dell'aumento di capitale di Premafin con esclusione del diritto di opzione riservato ad UGF (l'**"Aumento di Capitale Premafin"**) e l'attuazione della successiva Fusione e (ii) la ridefinizione dei termini e delle condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin e della sua controllata Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti ("**Finadin**"), sulla base di un accordo di ristrutturazione del debito sottoscritto tra Premafin e le proprie banche creditrici esclusa GE Capital (le "**Banche Finanziatrici**") in data 13 giugno 2012 (l'**"Accordo di Ristrutturazione"**);
- il rilascio a favore di UGF, da parte delle autorità italiane ed estere competenti (quali l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, Banca d'Italia, IVASS, Autorità di vigilanza estere), nel corso dei mesi di maggio, giugno e luglio 2012: (i) delle autorizzazioni necessarie per l'acquisto del controllo diretto di Premafin, e dunque del controllo indiretto di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni e (ii) delle esenzioni al lancio dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 106, quinto comma, del TUF e 45 e 49 del Regolamento Emittenti (le "**Esenzioni**");
- l'approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria di UGF di un aumento di capitale sociale senza esclusione del diritto di opzione per un ammontare di Euro 1.100 milioni (l'**"Aumento di Capitale UGF"**), finalizzato a dotare UGF delle risorse necessarie per sottoscrivere l'Aumento di Capitale Premafin e dotare Unipol Assicurazioni delle risorse finanziarie e patrimoniali necessarie per concorrere, nel contesto della Fusione, al rafforzamento patrimoniale di Fondiaria-SAI;
- la ricapitalizzazione di Premafin attraverso l'Aumento di Capitale Premafin, al fine di consentire a Premafin e alla sua controllata Finadin l'integrale sottoscrizione, per le quote di rispettiva spettanza, dell'Aumento di Capitale Fondiaria-SAI, come di seguito definito. In data 19 luglio 2012, UGF ha sottoscritto e liberato complessive n. 1.741.239.877 azioni ordinarie Premafin e, conseguentemente, UGF ha acquisito il controllo diretto di Premafin e, dunque, il controllo indiretto di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni;

- l'approvazione da parte dell'Assemblea Straordinaria di Fondiaria-SAI di un aumento di capitale sociale senza esclusione del diritto di opzione per massimi complessivi Euro 1.100 milioni (**"Aumento di Capitale Fondiaria-SAI"**), a cui è stata data esecuzione in data 13 settembre 2012, con l'integrale sottoscrizione delle n. 916.895.448 azioni ordinarie Fondiaria-SAI e delle n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria "B" Fondiaria-SAI complessivamente offerte in opzione agli Azionisti.

Secondo quanto riportato nelle Relazioni degli Amministratori, la prima fase del Progetto di Integrazione si è completata con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Premafin (in data 19 luglio 2012), con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Fondiaria-SAI (in data 13 settembre 2012) e con il rinnovo degli organi amministrativi di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni.

Inoltre, le Relazioni degli Amministratori riportano che, nell'ambito del Progetto di Integrazione, sono previste le seguenti ulteriori attività:

- **Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni:** prima della data di stipula dell'atto di Fusione, UGF provvederà a sottoscrivere e liberare l'aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per complessivi Euro 600 milioni (**"Aumento di Capitale di Unipol Assicurazioni"**). A questi fini, si è tenuta in data 8 agosto 2013 l'Assemblea Straordinaria degli Azionisti Unipol che ha deliberato il suddetto aumento di capitale;
- **Convertendo:** successivamente alla data di efficacia civilistica della Fusione, come previsto dall'Accordo di Ristrutturazione, una *tranche* del debito ristrutturato di Premafin (che per effetto della Fusione passerà in capo all'Incorporante) verrà trasformata per Euro 201,8 milioni in un prestito obbligazionario convertendo destinato alle Banche Finanziatrici di Premafin per Euro 134,3 milioni e ad UGF per Euro 67,5 milioni (il **"Convertendo"**). Come riportato nelle Relazioni degli Amministratori, il prezzo di conversione verrà calcolato come media aritmetica dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni ordinarie della Incorporante post Fusione nel periodo di rilevazione pari a tre mesi di calendario a decorrere dell'undicesimo giorno di negoziazione successivo alla data di efficacia civilistica della Fusione, incrementata di un premio del 10%. Le Relazioni degli Amministratori precisano altresì che tra il secondo e il terzo giorno lavorativo successivo al termine del predetto periodo di rilevazione trimestrale, il Convertendo sarà emesso e, da tale data, il diritto di conversione del detentore potrà essere esercitato in qualsiasi momento fino al quinto giorno di borsa aperta antecedente la data di scadenza (prevista per il 31 dicembre 2015). Gli Amministratori delle Società riferiscono che, a seguito della conversione in azioni del Convertendo, si determinerà un effetto diluitivo sul capitale dell'Incorporante e che, tuttavia, tale effetto diluitivo non può essere allo stato stimato in termini quantitativi, essendo funzione del prezzo di conversione, ad oggi non noto. Peraltro, sempre le Relazioni degli Amministratori rendono noto che, subordinatamente all'esito positivo delle negoziazioni fra UGF e Premafin, da un lato, e le Banche Finanziatrici, dall'altro lato, il Convertendo potrebbe essere previamente destinato in opzione agli Azionisti dell'Incorporante post Fusione, al fine di evitare gli effetti diluitivi, con garanzia di sottoscrizione dell'eventuale inoptato da parte delle stesse banche finanziatrici e di UGF nelle proporzioni in cui parteciperebbero al predetto prestito obbligazionario convertendo;

- *Opzione put - call su Unipol Banca S.p.A. ("Unipol Banca")*: nell'ambito dello scambio di corrispondenza sui valori essenziali della Fusione, UGF si è dichiarata disponibile a concedere a Fondiaria-SAI un'opzione di vendita (opzione *put*) sulla partecipazione detenuta da Unipol Assicurazioni in Unipol Banca pari al 32,26% del relativo capitale sociale, da esercitarsi alla scadenza del quinto anno successivo alla data di efficacia civilistica della Fusione, ad un prezzo pari al valore di carico attuale di detta partecipazione (e quindi pari a circa Euro 299,4 milioni), a fronte della concessione da parte di Fondiaria-SAI a UGF di una corrispondente opzione di acquisto (opzione *call*) sulla medesima partecipazione, allo stesso prezzo, ma con la possibilità per UGF di esercitarla per tutto l'arco temporale tra la data di efficacia civilistica della Fusione e la scadenza del quinto anno successivo a tale data. Gli Amministratori di Fondiaria-SAI riferiscono che UGF e Fondiaria-SAI hanno confermato la volontà di formalizzare tale impegno, ai termini sopra indicati, nel contesto della Fusione.

Infine, gli Amministratori delle Società danno conto che, nell'ambito del Progetto di Integrazione, in conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF su Fondiaria-SAI e, conseguentemente, sulle sue controllate, in ottemperanza a quanto richiesto dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (l'"AGCM"), è prevista la dismissione da parte del nuovo Gruppo Assicurativo Unipol (il "**Gruppo UnipolSai**") di società e/o uno o più rami d'azienda composti, tra l'altro, da marchi, portafogli assicurativi e rapporti di agenzia, infrastrutture e risorse necessarie a garantire l'operatività dei rami stessi, per un portafoglio premi di circa Euro 1,7 miliardi. In particolare, come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, è prevista la cessione delle partecipazioni nelle società Liguria Assicurazioni S.p.A. e Liguria Vita S.p.A. (controllate da Milano Assicurazioni) e dei compendi aziendali della stessa Milano Assicurazioni aventi ad oggetto la produzione e la distribuzione di prodotti assicurativi realizzati per il tramite delle divisioni commerciali "Milano" e "Sasa" (la "**Dismissione**").

Come precisato nelle Relazioni degli Amministratori, la Dismissione dovrà ugualmente avere corso, anche qualora l'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni esprimesse voto contrario alla Fusione e dunque Milano Assicurazioni non partecipasse alla stessa.

2.2. LA FUSIONE QUALE ELEMENTO ESSENZIALE DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE

2.2.1 Premessa

Le Relazioni degli Amministratori, dopo aver descritto le attività svolte dalle singole Società partecipanti alla Fusione e riassunto i dati più significativi inerenti a tali attività, illustrano le motivazioni e caratteristiche della Fusione che, come precisato dagli Amministratori delle Società, costituisce un passaggio essenziale ed integrante del Progetto di Integrazione.

In tale prospettiva, gli Amministratori delle Società osservano che la Fusione persegue l'obiettivo di creare una società *leader* sul mercato assicurativo nazionale, di respiro e dimensione europea, allo scopo di realizzare una serie di obiettivi industriali, societari, patrimoniali e finanziari, tra cui i seguenti:

- come sopra anticipato, creare un operatore di primario rilievo nel settore assicurativo, in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti e di creare valore per tutti gli Azionisti interessati, e con l'effetto nel contempo di realizzare il salvataggio e il rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fondiaria-SAI;
- in termini di governo, migliorare e razionalizzare l'attività di direzione e coordinamento sulla società assicurativa risultante dalla Fusione. Infatti, sebbene alla data odierna UGF già eserciti direttamente la direzione ed il coordinamento su Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni, la presenza di una catena partecipativa articolata su più livelli rende tale esercizio più oneroso e complesso; ad esito della Fusione, invece, UGF, controllando direttamente la realtà industriale risultante dalla Fusione, potrà più agevolmente esercitare su di essa l'attività di direzione e coordinamento;
- per quanto concerne gli obiettivi industriali, e coerentemente con il percorso strategico finora intrapreso dal Gruppo Unipol, focalizzare la *mission* sul *business* assicurativo, in linea con la visione del Gruppo Unipol che mira a consolidare la propria posizione competitiva nel mercato assicurativo, per redditività, qualità del servizio al cliente ed innovazione attraverso:
 - la ristrutturazione del business delle società assicurative del Gruppo Fondiaria-SAI atta a migliorare la redditività delle società facenti parte del nuovo Gruppo;
 - il consolidamento delle attività operative di supporto, attraverso la messa in comune di risorse e strutture sia sul territorio sia sulle sedi direzionali, al fine di conseguire economie di scala ed una maggiore efficacia dei servizi a supporto della rete commerciale;
 - la creazione di una piattaforma comune a tutti i marchi delle società assicurative che compongono il nuovo Gruppo, che assicuri l'innovazione dei processi commerciali, per aumentare la produttività della rete agenziale ed il livello di servizio al cliente;
- relativamente agli obiettivi economico-finanziari, rafforzare la struttura patrimoniale e di solvibilità della nuova entità, garantendo il supporto alla realizzazione degli interventi del piano industriale ed alle conseguenti prospettive di sinergia dal punto di vista industriale e strategico con la finalità di accrescere valore per tutti i soci;
- sotto un profilo societario, realizzare un modello organizzativo di gruppo più semplice e trasparente, da conseguirsi, da un lato, mediante l'eliminazione di duplicazioni di strutture organizzative e di costi e, dall'altro, mediante l'adozione di sistemi di *governance* più chiari ed efficaci, cogliendo altresì eventuali prospettive di sinergia dal punto di vista industriale e strategico, e aumentando pertanto il valore per tutti i soci;
- sviluppare iniziative commerciali delle società partecipanti alla Fusione anche attraverso l'uso di segni distintivi che valorizzino il valore aggiunto rappresentato dalla realtà aggregata;

- consentire un miglior coordinamento nell'offerta dei prodotti, valorizzando gli elementi di complementarità dei servizi offerti, con la conseguente possibilità di offrire sul mercato una più ampia gamma di servizi e prodotti;
- incrementare la liquidità dei titoli azionari in mano ai soci, che diverranno Azionisti di una società quotata dal più ampio flottante e dalla maggiore liquidità e capitalizzazione;
- nell'ottica degli Azionisti di risparmio in generale, inclusi quelli di Milano Assicurazioni (laddove quest'ultima partecipi alla Fusione), sulla base dell'attuale piano industriale dell'Incorporante post Fusione, beneficiare di un incremento prospettico dell'ammontare degli utili che verrebbero distribuiti dall'entità aggregata;
- incrementare il margine di solvibilità prospettico di Fondiaria-SAI post Fusione, anche al netto degli effetti dell'incorporazione di Premafin e dei costi stimati dell'eventuale diritto di recesso degli Azionisti della stessa Premafin ed eventualmente degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni.

2.2.2 Le caratteristiche della prospettata Fusione

Sotto un altro profilo, si riportano qui di seguito i principali elementi e le caratteristiche della prospettata operazione di Fusione, come indicati dagli Amministratori delle Società nel Progetto di Fusione e nelle rispettive Relazioni.

Società partecipanti alla Fusione

Alla data di approvazione del Progetto di Fusione, 20 dicembre 2012, il capitale sociale e il numero di azioni delle Società partecipanti alla Fusione sono i seguenti:

- Incorporante ovvero Fondiaria-SAI: capitale sociale di Euro 1.194.572.973,80 composto da complessive n. 1.243.605.430 azioni senza indicazione del valore nominale, di cui n. 920.565.922 azioni ordinarie, n. 1.276.836 azioni di risparmio di categoria "A" e n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria "B";
- Incorporande ovvero: a) Premafin: capitale sociale di Euro 480.982.831,02 composto da n. 2.151.580.097 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, di cui n. 1.741.239.877 non ammesse alla negoziazione presso mercati regolamentati; b) Unipol Assicurazioni: capitale sociale di Euro 259.056.000,00 composto da n. 259.056.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 ciascuna; ed eventualmente, Milano Assicurazioni: capitale sociale, di Euro 373.682.600,42 composto da complessive n. 1.944.800.842 azioni senza indicazione del valore nominale, di cui n. 1.842.334.571 azioni ordinarie e n. 102.466.271 azioni di risparmio.

Si ricorda che, prima della data di stipula dell'atto di Fusione, UGF provvederà a sottoscrivere e liberare l'aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per complessivi Euro 600 milioni.

Situazioni patrimoniali di riferimento

Il Progetto di Fusione è stato predisposto sulla base delle situazioni patrimoniali delle Società partecipanti alla Fusione riferite alla data del 30 settembre 2012 - che sono state redatte e approvate - ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*quater* del Codice Civile - dai Consigli di Amministrazione delle Società che hanno approvato il Progetto di Fusione, depositato presso le sedi sociali in data 28 gennaio 2013.

Gli Amministratori delle Società, ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, comma 3, del Codice Civile, provvederanno a segnalare, agli Azionisti in Assemblea e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla Fusione, le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute successivamente alla data in cui il Progetto di Fusione è stato depositato presso la sede delle Società. Le Società ci hanno rappresentato, fornendoci al riguardo specifica attestazione, che, per quanto a conoscenza dei Consigli di Amministrazione, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo che comportino variazioni significative alle assunzioni sottostanti i rapporti di cambio, ivi incluse quelle contenute nei Piani.

I Rapporti di Cambio al servizio della Fusione

Le Relazioni degli Amministratori rilevano che, nello scambio di corrispondenza intervenuto tra UGF, anche per conto di Unipol Assicurazioni, Premafin, Fondiaria - SAI e Milano Assicurazioni principalmente nel periodo tra il 23 maggio e 13 giugno 2012 (lo **"Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione"**), erano stati preliminarmente condivisi - sulla base dei dati economici e patrimoniali a quel momento disponibili e delle analisi svolte con il supporto dei rispettivi *advisor* - i seguenti valori percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione:

- UGF: 61,00%;
- Altri Azionisti Fonsai: 27,45%;
- Altri Azionisti Milano Assicurazioni: 10,7%;
- Altri Azionisti Premafin: 0,85%.

Nelle attività di valutazione successive allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, volte alla determinazione dei Rapporti di Cambio, gli organi amministrativi delle Società hanno tenuto altresì conto, fra l'altro, degli eventi medio tempore intervenuti (quali, ad esempio, l'acquisizione del controllo del Gruppo Premafin da parte di UGF, il perfezionamento dell'Aumento di Capitale Premafin e l'Aumento di Capitale Fondiaria-SAI), nonché - circostanze da realizzarsi prima del completamento della Fusione - dell'Aumento di Capitale di Unipol Assicurazioni e del previsto pagamento da parte di quest'ultima di un dividendo di Euro 150 milioni, a valere sull'utile 2012.

In considerazione di quanto sopra, le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione sono rappresentate come segue:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni(*)	Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni(*)
UGF	61,00%	68,29%
Altri Azionisti Premafin	0,85%	0,97%
Altri Azionisti Milano Assicurazioni	10,69%	n.a.
Altri Azionisti Fonsai	27,46%	30,74%

(*) La percentuale partecipativa di UGF al capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione indicata nella tabella tiene conto esclusivamente delle azioni ordinarie di Fondiaria-SAI emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei Rapporti di Cambio e non anche delle azioni Fondiaria-SAI già direttamente detenute da UGF alla data della Relazione degli Amministratori, pari a circa il 4,9%.

Complessivamente, tenendo conto delle azioni ordinarie di Fondiaria-SAI emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei Rapporti di Cambio e delle azioni ordinarie direttamente possedute da UGF alla data del documento informativo pubblicato il 27 dicembre 2012, le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione sono rappresentate come segue:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni	Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni
UGF	63,00%	70,53%
Altri Azionisti Premafin	0,85%	0,97%
Altri Azionisti Milano Assicurazioni	10,69%	n.a.
Altri Azionisti Fonsai	25,46%	28,50%

Nella riunione del 20 dicembre 2012, i Consigli di Amministrazione delle Società, dopo aver preso atto:

- (i) degli elementi emersi in data successiva alle intese preliminari a suo tempo raggiunte sulla base dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione,
- (ii) delle relazioni degli *advisor* e
- (iii) del motivato parere favorevole dei rispettivi Comitati Parti Correlate,

hanno provveduto a determinare detti Rapporti di Cambio come segue:

- numero 0,050 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;
- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria "B" di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Nel caso in cui l'Assemblea Speciale di Milano Assicurazioni non approvi la Fusione, gli altri Rapporti di Cambio rimarranno invariati.

Modalità di assegnazione delle azioni dell'Incorporante

In conseguenza dell'efficacia civilistica dell'atto di Fusione, tutte le azioni delle Incorporande verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie o di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante, sulla base dei Rapporti di Cambio. Non sono previsti conguagli in denaro.

Al fine di servire i Rapporti di Cambio nell'ambito del perfezionamento della Fusione, l'Incorporante procederà a:

- assegnare tutte le azioni Fondiaria-SAI di proprietà delle Incorporande attraverso la redistribuzione delle stesse al servizio dei concambi, senza che esse risultino mai acquisite al patrimonio di Fondiaria-SAI come azioni proprie; e
- per la parte eccedente, all'aumento del proprio capitale sociale per massimi Euro 953.894.503,64, mediante emissione di massime n. 1.632.878.373 azioni ordinarie di nuova emissione e di massime n. 55.430.483 azioni di risparmio di categoria "B" di nuova emissione, tutte prive di indicazione del valore nominale, oppure

- nel caso in cui l'Assemblea Speciale di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la Fusione, all'aumento del proprio capitale sociale per massimi Euro 786.857.892,34, mediante emissione di massime n. 1.392.668.836 azioni ordinarie di nuova emissione, prive di indicazione del valore nominale.

L'emissione delle nuove azioni ordinarie, e, nel caso di adesione di Milano Assicurazioni, anche di azioni di risparmio di categoria "B", avverrà a fronte di un aumento di capitale pari ad Euro 0,565 per ogni nuova azione emessa, e complessivamente pari a massimi Euro 953.894.503,64.

Nel contesto del perfezionamento della Fusione si procederà altresì all'annullamento senza concambio: (i) di tutte le azioni ordinarie e di risparmio delle Incorporande di proprietà dell'Incorporante alla data di efficacia della Fusione, (ii) delle eventuali azioni ordinarie e di risparmio delle Incorporande di proprietà di altre Incorporande alla data di efficacia della Fusione, e (iii) delle eventuali azioni ordinarie e di risparmio proprie detenute dalle Incorporande alla data di efficacia della Fusione. Di conseguenza non saranno annullate le eventuali azioni delle Incorporande detenute dalle controllate delle stesse.

Gli Amministratori delle Società segnalano altresì che, per effetto della Fusione, agli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni verranno attribuite azioni di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante comprensive, *inter alia*, del cumulo maturato da tali azioni alla data di efficacia civilistica della Fusione ai sensi dell'art. 27 dello statuto sociale dell'Incorporante.

Trattamento per particolari categorie di azionisti e per i possessori di titoli diversi dalle azioni e diritto di recesso

Gli Amministratori delle Società rilevano che non sono previsti, in dipendenza della Fusione, trattamenti particolari per speciali categorie di Azionisti o per i possessori di titoli diversi dalle azioni delle Società coinvolte nella Fusione.

La fusione per incorporazione di Milano Assicurazioni in Fondiaria-SAI verrà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che verrà convocata ai sensi dell'art. 146, comma 1, lettera b) del TUF. Gli Amministratori delle Società fanno presente che, qualora l'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione per incorporazione di Milano Assicurazioni in Fondiaria-SAI, si procederà in ogni caso alla fusione per incorporazione di Premafin e di Unipol Assicurazioni in Fondiaria-SAI.

Dal Progetto di Fusione emerge che agli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni e agli azionisti ordinari di Premafin che non abbiano concorso alle deliberazioni sulla Fusione - che, come detto, costituisce parte integrante del Progetto di Integrazione - spetterà il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437, primo comma, del Codice Civile, fatto salvo quanto previsto dagli Accordi Integrativi.

Il recesso legittimamente esercitato ai sensi dell'art. 2437, primo comma, lett. a) o g) del Codice Civile sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della Fusione.

Decorrenza

Nel Progetto di Fusione gli Amministratori delle Società indicano che la tempistica della Fusione è subordinata all'ottenimento delle previste autorizzazioni e all'adozione delle delibere di approvazione definitiva della Fusione da parte di ciascuna Assemblea fermo restando il rispetto del termine di sessanta giorni di cui all'art. 2503 del Codice Civile e la stipula dell'atto di Fusione che, secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, potrà avvenire presumibilmente entro la fine dell'esercizio 2013.

In data 25 luglio 2013, l'IVASS ha rilasciato l'autorizzazione all'operazione di Fusione. Il rilascio dell'autorizzazione è stato accompagnato da talune raccomandazioni dell'Autorità di Vigilanza, in particolare in tema di governo societario, politica di distribuzione degli utili, gestione e controlli.

La Fusione produrrà effetti ai sensi dell'art. 2504-bis del Codice Civile dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di Fusione presso il Registro delle Imprese, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto di Fusione.

Ai fini contabili, le operazioni effettuate dalle Incorporande saranno imputate al bilancio dell'Incorporante a far tempo dal primo gennaio dell'anno in cui la Fusione produrrà i propri effetti civilistici ex art. 2504-bis del Codice Civile. Dalla stessa data decorreranno anche gli effetti fiscali.

Advisor

Ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società si sono avvalsi di *advisor* finanziari indipendenti (gli "**Advisor**") ovvero:

- per Fondiaria-SAI: Goldman Sachs International ("**Goldman Sachs**"). Inoltre, Fondiaria-SAI, in relazione all'esame delle metodologie valutative utilizzate e delle risultanze dell'attività valutativa, si è avvalsa della consulenza del Professor Mario Cattaneo (il "**Prof. Cattaneo**");
- per Premafin: Leonardo & Co. S.p.A. ("**Leonardo**") ed il Professor Maurizio Dallochio (il "**Prof. Dallochio**");
- per Unipol Assicurazioni: Lazard & Co. S.r.l. ("**Lazard**") e Gualtieri & Associati Advisory Firm ("**Gualtieri e Associati**");
- per Milano Assicurazioni, Rothschild S.p.A. ("**Rothschild**"). Inoltre, Milano Assicurazioni, in relazione all'esame delle metodologie valutative utilizzate e delle risultanze dell'attività valutativa, si è avvalsa della consulenza del Professor Angelo Provasoli (il "**Prof. Provasoli**").

Inoltre, trattandosi di un'operazione con parti correlate di c.d. "maggiore rilevanza" (ai sensi e per gli effetti del Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010), la congruità dei Rapporti di Cambio è stata sottoposta al parere vincolante del Comitato degli Amministratori Indipendenti/Comitato per le Operazioni con Parti Correlate delle Società che hanno espresso parere favorevole. Al fine di esprimere tale parere, i Comitati degli Amministratori Indipendenti si sono avvalsi di:

- Fondiaria-SAI: Citi Corporate & Investment Banking/Financial Institutions Group ("Citi");
- Premafin: il Prof. Dallochio;
- UGF: J.P. Morgan Limited ("J.P. Morgan");
- Milano Assicurazioni: Rothschild.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

La presente relazione, ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile, ha la finalità di illustrare i metodi seguiti dai Consigli di Amministrazione delle Società, le eventuali difficoltà dagli stessi incontrate nella determinazione dei Rapporti di Cambio, nonché le nostre considerazioni sull'adequatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi e sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle stesse. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dai Consigli di Amministrazione, avvalendosi anche dell'assistenza fornita dagli *Advisor*, nell'ambito della determinazione dei Rapporti di Cambio.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalle Società i documenti e le informazioni ritenute utili ai fini del nostro incarico. Più in particolare, abbiamo analizzato la seguente documentazione principale:

- il Progetto di Fusione approvato dai Consigli di Amministrazione in data 20 dicembre 2012 e depositato presso la sede sociale delle Società in data 28 gennaio 2013;
- le Relazioni dei Consigli di Amministrazione ai sensi dell'articolo 2501- *quinquies* del Codice Civile approvate in data 20 dicembre 2012;
- le situazioni patrimoniali dell'Incorporante e delle Incorporande al 30 settembre 2012 redatte ai sensi dell'art. 2501 *quater* del Codice Civile;

- i verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società del 20 dicembre 2012 e relativi allegati, in particolare, le presentazioni predisposte dagli Advisor a supporto della discussione dei rispettivi Consigli di Amministrazione:
 - *"Discussion materials for the Board of Directors of Fondiaria-SAI"* predisposto da Goldman Sachs;
 - *"Elementi di Valutazione del rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione in Fondiaria-SAI"* redatto da Leonardo e Prof. Dallochio;
 - *"Progetto Plinio: Presentazione per il Consiglio di Amministrazione"* redatto da Rothschild;
 - *"Fairness opinion metodologica sul rapporto di cambio nella fusione per incorporazione di Milano Assicurazioni in Fondiaria-SAI - Executive Summary per Consiglio di Amministrazione"* redatto dal Prof. Provasoli;
 - *"Project Marlin Consiglio di Amministrazione di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A."* redatto da Lazard;
 - *"Executive Summary - relazione di stima determinazione dei rapporti di concambio"* redatto da Gualtieri & Associati;
- le relazioni predisposte dagli Advisor (le **"Fairness Opinion"**) utilizzate dai rispettivi Consigli di Amministrazione ai fini dei Rapporti di Cambio:
 - *"Fairness opinion"* redatta da Goldman Sachs ed emessa in data 20 dicembre 2012;
 - *"Parere metodologico"* redatto dal Prof. Cattaneo emesso in data 20 dicembre 2012;
 - *"Parere sulla congruità finanziaria del rapporto di cambio nell'ambito della prevista fusione per incorporazione di Premafin Finanziaria S.p.A. Holding di Partecipazioni in Fondiaria-SAI S.p.A."* redatto congiuntamente da Leonardo e Prof. Dallochio ed emesso in data 20 dicembre 2012;
 - *"Parere sulla congruità finanziaria dei rapporti di cambio"* redatto da Lazard emesso in data 20 dicembre 2012;
 - *"Relazione di stima per la determinazione dei rapporti di concambio della fusione per incorporazione in Fondiaria Sai di Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Premafin Finanziaria"* redatto da Gualtieri e Associati ed emesso in data 20 dicembre 2012;
 - *"Opinione sulla congruità del rapporto di cambio che si prospetta offerto agli Azionisti ordinari e di risparmio di Milano Assicurazioni nell'ambito dell'avviato iter finalizzato alla fusione per incorporazione in Fondiaria Sai S.p.A. di Milano Assicurazioni S.p.A., Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni,*

Unipol Assicurazioni S.p.A." redatto da Rothschild ed emesso in data 20 dicembre 2012;

- *"Fairness opinion metodologica sul rapporto di cambio nella fusione per incorporazione di Milano Assicurazioni S.p.A. in Fondiaria Sai S.p.A."* redatto dall'Advisor Prof. Provasoli in data 20 dicembre 2012;
- i documenti informativi relativi ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate predisposti e pubblicati da UGF e dalle Società in data 27 dicembre 2012 e successivamente integrati in data 10 gennaio 2013 con il documento denominato *"Integrazione al documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate"*;
- il parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Fondiaria-SAI, emesso in data 19 dicembre 2012;
- il parere del Comitato Amministratori Indipendenti di Premafin emesso in data 20 dicembre 2012;
- il parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di UGF in data 19 dicembre 2012;
- il parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Milano Assicurazioni, emesso in data 19 dicembre 2012;
- il documento denominato *"Project Plinio Report to the Committee of Independent Directors of Fondiaria-SAI"* predisposto da Citi a supporto della discussione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Fondiaria-SAI predisposto in data 19 dicembre 2012;
- la relazione denominata *"Relazione agli Amministratori Indipendenti di Fondiaria-SAI"* predisposta da Citi ed emessa in data 19 dicembre 2012 a supporto del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate;
- la *fairness opinion* sulla congruità dei rapporti di cambio della Fusione rilasciata J.P. Morgan in data 19 dicembre 2012 a supporto del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di UGF;
- il documento denominato *"Presentazione al Comitato per le Operazioni con Parti Correlate"* predisposto da J.P. Morgan a supporto della discussione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di UGF;
- nei limiti e per le finalità connesse allo svolgimento dell'incarico conferitoci, gli statuti vigenti di Premafin, Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni e la bozza dello statuto dell'Incorporante post Fusione, allegata al Progetto di Fusione.

La seguente documentazione, utilizzata dagli *Advisor* per la preparazione delle loro relazioni di stima e, successivamente, anche da noi per le finalità e nei limiti dell'incarico conferitoci:

- le proiezioni economico-finanziarie consolidate 2013 - 2015 (inclusive dei *forecast* al 31 dicembre 2012) di Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni, le proiezioni economico-finanziarie individuali 2013 - 2015 (inclusive dei *forecast* al 31 dicembre 2012) di Unipol Assicurazioni e le proiezioni economico-finanziarie individuali 2013 - 2015 (inclusive dei *forecast* al 31 dicembre 2012) di Premafin approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 28 novembre 2012 per Fondiaria-SAI, in data 5 dicembre 2012 per Milano Assicurazioni ed in data 20 dicembre 2012 per Premafin e Unipol Assicurazioni (il "**Piano Fondiaria-SAI**", il "**Piano Milano Assicurazioni**", il "**Piano Premafin**" ed il "**Piano Unipol Assicurazioni**" e, congiuntamente, i "**Piani**");
- i bilanci d'esercizio ed i bilanci consolidati (ove redatti) di Premafin, di Fondiaria-SAI, di Milano Assicurazioni ed Unipol Assicurazioni relativi agli esercizi 2009, 2010 e 2011, approvati dagli organi competenti, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni del Collegio Sindacale e delle relazioni delle società di revisione;
- le relazioni finanziarie semestrali consolidate di Premafin, di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni al 30 giugno 2012 e la relazione semestrale individuale redatta ai fini di vigilanza di Unipol Assicurazioni al 30 giugno 2012, approvate dagli organi competenti, corredate della relazione sulla gestione e della relazione sulla revisione contabile limitata;
- il resoconto intermedio di gestione di Unipol Assicurazioni e i resoconti intermedi consolidati di Premafin, di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni al 30 settembre 2012, approvati dagli organi competenti;
- l'Accordo di Investimento sottoscritto da Premafin e da UGF in data 29 gennaio 2012, gli Accordi Integrativi e copia della corrispondenza intercorsa tra le società coinvolte nella Fusione ed UGF in cui è riflesso lo svolgimento delle principali fasi negoziali inerenti all'operazione;
- la presentazione dell'operazione agli analisti da parte di UGF in data 22 giugno 2012;
- le informazioni di pubblico dominio ritenute rilevanti quali ad esempio le quotazioni di borsa e le proiezioni economico-patrimoniali di *consensus* relative a un campione di aziende assicurative quotate europee e ritenute comparabili con Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni inclusi prezzi di borsa per le azioni quotate di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni;
- le perizie su immobili predisposte da Praxi, DTZ Italia, Avalon Real Estate e Patrigest/ ABACO (per Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni) e Scenari Immobiliari (per Unipol Assicurazioni) con data di riferimento 31 dicembre 2011;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale e finanziario forniti in forma scritta dal *management* di Premafin, Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni, Fondiaria-SAI e UGF;

- prospetto di stima del VIF e del NBV (di seguito definiti) al 30 settembre 2012 predisposti da Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Fondiaria-SAI;
- prospetto di confronto tra valori di carico dei titoli obbligazionari e azionari al 30 settembre 2012 ed i valori correnti, comprensivo di eventuali effetti fiscali teorici, di Unipol Assicurazioni, di Milano Assicurazioni e di Fondiaria-SAI;
- prospetto delle attività immateriali comprensivo dell'indicazione delle quote di minoranza e degli effetti fiscali di Unipol Assicurazioni, di Milano Assicurazioni e di Fondiaria-SAI al 30 settembre 2012;
- prospetto di confronto tra valori di carico degli immobili al 30 settembre 2012 ed i valori di perizia degli stessi al 31 dicembre 2011, comprensivo di eventuali effetti fiscali, di Unipol Assicurazioni, di Milano Assicurazioni e di Fondiaria-SAI;
- prospetti indicanti la determinazione del margine di solvibilità e della solvibilità corretta al 30 settembre 2012 e nell'arco temporale del Piano Unipol Assicurazioni, del Piano Milano Assicurazioni e del Piano Fondiaria-SAI;
- dettaglio delle componenti straordinarie incluse nel Piano Unipol Assicurazioni, nel Piano Milano Assicurazioni e nel Piano Fondiaria-SAI.

Abbiamo altresì utilizzato ulteriori elementi contabili e statistici, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Inoltre, sempre per le specifiche finalità della presente relazione, abbiamo ottenuto la seguente ulteriore documentazione:

- i bilanci individuali e consolidati di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni relativi all'esercizio 2012, da noi sottoposti a revisione legale, nonché i comunicati stampa di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni in data 24 aprile 2013;
- il bilancio individuale di Unipol Assicurazioni relativo all'esercizio 2012, sottoposto a revisione legale da parte della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.;
- i comunicati stampa di Premafin, Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni ed UGF relativi al Progetto di Integrazione, dal gennaio 2012 fino alla data della presente relazione;
- le perizie su immobili predisposte da Patrigest, DTZ, Avalon e Praxi con data di riferimento 31 dicembre 2012 relativamente a Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni;
- il documento denominato *"Fairness opinion - Determinazione dei VIF e dei NBV propedeutici al calcolo dei concambi nell'ambito della fusione per incorporazione Unipol-Fonsai"*, rilasciato in data 22 luglio 2013 dall'esperto attuariale indipendente da noi incaricato;

- gli estratti dei verbali dei Consigli di Amministrazione di Premafin, Milano Assicurazioni, Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni ed UGF relativi al Progetto di Integrazione nel periodo dal 28 gennaio 2012 al 20 dicembre 2012 e relativi allegati;
- gli estratti dei verbali del Comitato Parti Correlate di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni relativi al Progetto di Integrazione nel periodo compreso tra gennaio 2012 e dicembre 2012;
- i prospetti informativi relativi all'Aumento di Capitale Fondiaria-SAI pubblicato in data 12 luglio 2012 ed all'Aumento di Capitale UGF pubblicato in data 13 luglio 2012;
- provvedimento di autorizzazione all'operazione di Fusione rilasciato da IVASS in data 25 luglio 2013;
- il provvedimento dell'Autorità Garante Concorrenza e Mercato (AGCM) del 19 giugno 2012 e la sentenza del TAR per il Lazio datata 4 luglio 2013;
- le relazioni finanziarie semestrali consolidate di Premafin, di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni al 30 giugno 2013 e la relazione semestrale individuale redatta ai fini di vigilanza di Unipol Assicurazioni al 30 giugno 2013, approvate dagli organi competenti, corredate della relazione sulla gestione e della relazione sulla revisione contabile limitata;
- testo delle deliberazioni, e relativa documentazione a supporto, dei Consigli di Amministrazione delle Società, tenutisi in data 18 settembre 2013, concernenti le disposizioni dell'art. 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile.

Abbiamo infine ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere rilasciate dalle Società in data 23 settembre 2013, a firma del legale rappresentante delle stesse, che, per quanto a conoscenza dei Consigli di Amministrazione, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo che comportino variazioni significative alle assunzioni sottostanti i rapporti di cambio, ivi incluse quelle contenute nei Piani.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

5.1 CONSIDERAZIONI METODOLOGICHE GENERALI

Come anticipato al precedente paragrafo 2.2.2, nello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione (intervenuto principalmente nel periodo maggio-giugno 2012), erano stati preliminarmente condivisi tra le Società, sulla base dei dati economici e patrimoniali a quel momento disponibili e con il supporto dei rispettivi *Advisor*, i seguenti valori percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione:

- UGF: 61,00%;
- altri Azionisti Fondiaria-SAI diversi da Premafin: 27,45%;
- altri Azionisti Milano Assicurazioni diversi da Fondiaria-SAI: 10,7%;
- altri Azionisti Premafin diversi da UGF: 0,85%.

Per le finalità degli accordi negoziali, tali percentuali di partecipazione non considerano le azioni ordinarie e le azioni di risparmio di categoria "B" poi acquisite da UGF a seguito dell'Aumento di Capitale Fondiaria-SAI (eseguito nel settembre 2012).

Come riferito nelle Relazioni degli Amministratori, nelle attività di valutazione successive allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, gli organi amministrativi delle Società hanno tenuto altresì conto, fra l'altro, degli eventi medio tempore intervenuti (quali, ad esempio, l'acquisizione del controllo del Gruppo Premafin da parte di UGF, il perfezionamento dell'Aumento di Capitale Premafin e l'Aumento di Capitale Fondiaria-SAI), nonché - circostanze da realizzarsi prima del completamento della Fusione - dell'Aumento di Capitale di Unipol Assicurazioni e del previsto pagamento da parte di quest'ultima di un dividendo di Euro 150 milioni, a valere sull'utile 2012 e, inoltre, degli ulteriori elementi di seguito indicati:

- modifiche nei piani industriali, che sono stati riferiti per tutte le Società partecipanti alla Fusione al periodo 2013-2015, incluso un sostanziale allineamento delle politiche di riservazione delle Società oggetto di Fusione;
- risultanze patrimoniali ed economiche nei primi nove mesi del 2012;
- l'evoluzione dei mercati finanziari e dei connessi riflessi sulle situazioni economico-patrimoniali delle Società partecipanti alla Fusione, ivi incluse le variazioni nel valore di mercato del portafoglio titoli.

Sul punto, si richiamano le informazioni e i dati contenuti nelle Relazioni degli Amministratori e l'Integrazione al Documento Informativo relativo alle operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate.

In particolare, secondo quanto riferito nelle Relazioni degli Amministratori, detti tre elementi hanno avuto un impatto favorevole sulla valutazione di Unipol Assicurazioni rispetto a Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni. La distribuzione del dividendo da Euro 150 milioni da parte di Unipol Assicurazioni a favore di UGF, prima del completamento della Fusione, rappresenta una riduzione del valore di Unipol Assicurazioni.

In considerazione di quanto sopra, le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione sono rappresentate come segue:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni(*)	Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni(*)
UGF	61,00%	68,29%
Altri Azionisti Premafin	0,85%	0,97%
Altri Azionisti Milano Assicurazioni	10,69%	n.a.
Altri Azionisti Fonsai	27,46%	30,74%

(*) La percentuale partecipativa di UGF al capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione indicata nella tabella tiene conto esclusivamente delle azioni ordinarie di Fondiaria-SAI emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei Rapporti di Cambio e non anche delle azioni Fondiaria-SAI già direttamente detenute da UGF alla data della Relazione degli Amministratori, pari a circa il 4,9%.

Complessivamente, tenendo conto delle azioni ordinarie di Fondiaria-SAI emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei Rapporti di Cambio e delle azioni ordinarie direttamente possedute da UGF alla data del documento informativo pubblicato il 27 dicembre 2012, le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante post Fusione sono rappresentate come segue:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni	Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni
UGF	63,00%	70,53%
Altri Azionisti Premafin	0,85%	0,97%
Altri Azionisti Milano Assicurazioni	10,69%	n.a.
Altri Azionisti Fonsai	25,46%	28,50%

Ciò premesso, l'individuazione delle metodologie impiegate dagli Amministratori delle Società nel processo di valutazione è stata effettuata in funzione delle caratteristiche delle Società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi delle valutazioni stesse.

In tale prospettiva, i Consigli di Amministrazione delle Società hanno proceduto autonomamente, con il supporto dei propri *Advisor*, ad effettuare la valutazione di Fondiaria-SAI, Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, con l'ottica di esprimere i valori economici funzionali alla determinazione dei Rapporti di Cambio e dunque confrontabili. A tal fine, i Consigli di Amministrazione delle Società indicano che:

- l'omogeneità e la comparabilità dei metodi di stima adottati, in considerazione del profilo patrimoniale, economico ed operativo *stand alone* delle Società costituiscono gli elementi principali per la determinazione dei metodi di valutazione da adottare;
- le metodologie prescelte non sono state analizzate singolarmente, ma sono state considerate come parte di un unico processo di valutazione;
- la determinazione dei valori economici delle Società, effettuata ai soli fini della Fusione, risulterebbe priva di significato se fosse utilizzata al di fuori di tale contesto e conseguentemente tali valori non possono costituire il riferimento per nessun altro fine ed in particolare quali potenziali valori di cessione di società o di parte di esse.

Le metodologie valutative individuate sono state applicate dai Consigli di Amministrazione delle Società in un'ottica "*stand alone*", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla Fusione.

Nel caso di specie, alla luce dell'operatività delle società assicurative coinvolte nella Fusione e della prassi valutativa relativa ad operazioni simili in Italia ed all'estero, i Consigli di Amministrazione hanno individuato come metodologie di valutazione:

Società/Advisors	Metodologie di valutazione
Fondiaria-SAI	
Goldman Sachs	<u>Metodologia principale</u> - <i>Dividend Discount Model</i> (DDM)
Prof. Cattaneo (supporto metodologico)	<u>Metodologie di controllo</u> - Multipli di Mercato - Regressione Lineare (o <i>Value Map</i>) - <i>Embedded Value</i>
Premafin	
Leonardo	- <i>Dividend Discount Model</i> (DDM)
Prof. Dallochio (advisor anche per il Comitato degli Amministratori Indipendenti)	- <i>Appraisal Value</i> - Somma delle Parti (SoP) - Multipli di Mercato - Regressione Lineare (o <i>Value Map</i>)
Unipol Assicurazioni	
Lazard	- <i>Appraisal Value</i> - Somma delle Parti (SoP) - <i>Dividend Discount Model</i> (DDM) - Multipli di Mercato
Gualtieri & Associati	- <i>Dividend Discount Model</i> (DDM) - <i>Appraisal Value</i> - Somma delle Parti (SoP) - Multipli di Mercato - Regressione Lineare (o <i>Value Map</i>)
Milano Assicurazioni	
Rothschild	- <i>Dividend Discount Model</i> (DDM)
(advisor anche per il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate)	- Multipli di Mercato - Regressione Lineare (o <i>Value Map</i>)
Prof. Provasoli (supporto metodologico)	- <i>Appraisal Value</i> - Somma delle Parti (SoP)

Unicamente il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI, facendo proprie le considerazioni dei rispettivi *Advisor*, ha sviluppato, oltre ad un metodo principale (DDM), anche più metodologie di controllo (Multipli di Mercato, Regressione Lineare ed *Embedded Value*). Tali metodologie di controllo sono state impiegate con mere finalità di verifica e riscontro, in considerazione dei limiti impliciti propri di ciascuna di esse, così come emergono dall'approccio metodologico seguito dagli Amministratori di Fondiaria-SAI con il supporto dei propri *Advisor*.

I Consigli di Amministrazione delle Incorporande hanno invece utilizzato una pluralità di metodi senza differenziare tra metodologie principali e metodologie di controllo. Nell'ambito delle metodologie utilizzate, i Consigli di Amministrazione delle Incorporande hanno assegnato alle stesse la medesima importanza relativa.

Il capitale economico di Premafin è stato stimato dai Consigli di Amministrazione delle Società sulla base del Net Asset Value o NAV, incorporando i risultati di ciascuna metodologia di valutazione sopra menzionata.

5.2 DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE

Metodo del Dividend Discount Model o DDM

Il *Dividend Discount Model*, o DDM, stima il valore economico di una azienda/compagnia assicurativa come somma:

- del valore attuale dei flussi di dividendi futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale pari al periodo esplicito di pianificazione, coerentemente con il mantenimento di un livello di patrimonializzazione *target* stimato sulla base del margine di solvibilità regolamentare; e
- del valore attuale del *Terminal Value* calcolato utilizzando il metodo della crescita costante e con il mantenimento di un adeguato livello di margine di solvibilità.

Tale metodologia stima pertanto il valore del capitale economico ("W") sulla base della seguente formula:

$$W = DIV_a + TV_a + SA$$

dove:

DIV _a	rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello di patrimonializzazione <i>target</i> ;
TV _a	rappresenta il <i>Terminal Value</i> determinato come il valore attuale di una rendita perpetua costituita dal dividendo sostenibile per gli esercizi successivi al periodo di pianificazione esplicita;
SA	rappresenta eventuali plusvalori/minusvalori latenti quali a titolo esemplificativo attività immobiliari e finanziarie.

Il tasso di attualizzazione dei flussi, ovvero il costo del capitale ("K_e"), è stimato sulla base del 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"), secondo la seguente formula:

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times (R_m - R_f)$$

dove:

R _f	rappresenta il " <i>risk-free rate</i> ", ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio;
----------------	---

- Rm - Rf rappresenta il "*market risk premium*", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "*risk-free*";
- Beta rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'attività ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento, e misura la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato.

Il *Terminal Value* è stato calcolato sulla base della formula di Gordon:

$$TV_a = \text{Dividendo sostenibile} \times (1 + g) / (K_e - g)$$

dove:

- g rappresenta il tasso di crescita nel lungo periodo.

Metodo dei Multipli di Mercato

Secondo il metodo dei Multipli di Mercato, il valore economico di un'azienda/compagnia assicurativa dipende dalle indicazioni fornite dal mercato borsistico relativamente a società aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione. Il metodo si basa sulla determinazione dei rapporti fondamentali (cosiddetti multipli) tra i valori di borsa e le grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono coerentemente applicati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato si sviluppa in generale sulla base delle seguenti fasi:

- la selezione del campione di riferimento;
- la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ai fini dell'osservazione dei prezzi di borsa;
- l'identificazione dei moltiplicatori ritenuti significativi e rappresentativi;
- l'identificazione dell'intervallo di multipli e la sua applicazione alle corrispondenti grandezze delle società oggetto di valutazione.

Metodo della Regressione Lineare o Value Map

L'analisi di regressione determina il valore economico di una azienda/compagnia assicurativa attraverso l'analisi della relazione statistica esistente tra la redditività e la dotazione patrimoniale di una società. Tale relazione è stimata con l'utilizzo della regressione statistica lineare.

In particolare, il processo di valutazione prevede le seguenti fasi:

- l'individuazione di un campione di società quotate comparabili, per attività e modello di business, a quella da valutare;
- per ciascuna delle società appartenenti al campione, la rilevazione del prezzo di borsa e delle grandezze rispetto alle quali si vuole condurre l'analisi;
- l'effettuazione della regressione statistica lineare tra le grandezze considerate per l'intero campione selezionato, assumendo che la relazione funzionale tra le variabili sia la seguente:

$$m = a + b \times r$$

dove:

m rappresenta il multiplo prescelto (dato dal rapporto tra il prezzo di mercato e la grandezza economica o patrimoniale selezionata);

r rappresenta l'indicatore di redditività selezionato;

"a" e "b" rappresentano rispettivamente l'intercetta e la pendenza della retta di regressione.

- verifica della significatività statistica dei risultati ottenuti;
- applicazione dei parametri della retta di regressione alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

Metodo dell'Embedded Value

Tale metodo, applicato in caso di valutazione di compagnie assicurative, stima il valore economico di una società come somma:

- del patrimonio netto rettificato al fine di esprimere a valori correnti le principali voci di bilancio (*Adjusted Net Asset Value* o ANAV);
- del valore del portafoglio Vita in essere (*Value of in Force Business* o VIF).

In particolare:

$$EV = ANAV + VIF$$

dove:

- EV indica il valore del capitale economico della società;
- ANAV corrisponde al patrimonio netto rettificato per tener conto delle attività immateriali, delle plusvalenze e minusvalenze latenti al netto delle imposte e degli interessi degli assicurati e delle altre rettifiche necessarie per mantenere la coerenza con la metodologia alla base del calcolo del VIF (come definito di seguito);
- VIF corrisponde al valore attuale netto dei flussi di cassa per gli azionisti derivanti dalla proiezione dei margini generati dal portafoglio assicurativo Vita attualmente in essere, al netto delle imposte e del costo relativo al mantenimento di un adeguato livello di capitale.

Metodo dell'Appraisal Value - Somma delle Parti (SoP)

Tale metodo, applicato in caso di valutazione di compagnie assicurative, stima il valore economico di una compagnia come somma del:

- patrimonio netto rettificato al fine di esprimere a valori correnti le principali voci di bilancio;
- valore del portafoglio Vita in essere della compagnia assicurativa;
- valore del Future Business Vita;
- avviamento (o Goodwill) dell'attività Danni o di altre attività delle compagnie.

In particolare:

$$W = ANAV + VIF + VFB + \text{Goodwill Danni} + \text{Goodwill altre attività}$$

dove:

- W indica valore del capitale economico della compagnia;
- ANAV rappresenta l'espressione a valori correnti del patrimonio netto contabile della compagnia;
- VIF rappresenta il valore del portafoglio Vita in essere della compagnia;
- VFB rappresenta il valore del *future business* Vita della compagnia (o *new business value* o NBV);

Goodwill Danni/
altre attività rappresenta la capacità di generare utili futuri relativamente a
tali settori di *business* stimata mediante l'utilizzo della metodologia
del *Dividend Discount Model* e/o di multipli di mercato.

Metodo del Net Asset Value o NAV

In termini generali, il criterio di stima del NAV si basa sulla determinazione del patrimonio netto contabile rettificato tramite l'espressione a valore di mercato delle partecipazioni detenute in società controllate e collegate, muovendo da una valutazione del capitale delle singole società e tenuto conto della percentuale di possesso azionario ed eventualmente di altre rettifiche.

5.3 MOTIVAZIONI PER L'ESCLUSIONE DELLA METODOLOGIA DEI PREZZI DI BORSA E DEI COSIDDETTI TARGET PRICE

I Consigli di Amministrazione, ai fini delle loro valutazioni, non hanno ritenuto opportuno prendere a riferimento la metodologia dei prezzi di Borsa (i) non essendo Unipol Assicurazioni una società quotata, nonché (ii) data l'elevata volatilità e la limitata liquidità e copertura da parte degli analisti finanziari dei titoli delle società quotate partecipanti alla Fusione.

Il Consiglio di Amministrazione di Premafin, nella propria Relazione, facendo proprie le considerazioni dei rispettivi *Advisor*, indica, a supporto di tale scelta, le seguenti motivazioni:

- le esigenze di ricapitalizzazione e la conseguente ridefinizione dell'assetto societario hanno posto in forte tensione speculativa i titoli di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni e hanno determinato, quanto a Premafin, la circostanza che una porzione non irrilevante del suo capitale è rappresentata da azioni non quotate;
- la volatilità delle azioni ordinarie di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni, calcolata su diversi orizzonti temporali, si è dimostrata costantemente superiore al valore medio registrato dai principali indici di mercato;
- la circostanza che le azioni ordinarie di Unipol Assicurazioni non sono scambiate su alcun mercato, essendo la totalità del capitale sociale della stessa detenuto da UGF, impedisce l'applicazione del criterio in parola in quanto il suo eventuale utilizzo contrasterebbe con il principio di omogeneità relativa e comparabilità dei criteri che caratterizza le valutazioni di fusione.

Inoltre, nella propria Relazione, il Consiglio di Amministrazione di Premafin illustra come l'analisi condotta dai propri *Advisor* in merito all'andamento delle quotazioni borsistiche abbia evidenziato come i prezzi delle azioni ordinarie di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni assumano un ridotto valore segnaletico a causa di una volatilità molto più elevata, soprattutto nei periodi recenti, rispetto a quella di alcuni degli indici di mercato ritenuti maggiormente significativi ai fini dell'analisi (FTSE Italia All-Share, FTSE Italia All-Share Insurance Index, Stoxx Europe 600 Insurance Index e BE500 Insurance Index).

In particolare, con specifico riferimento a Premafin, gli Amministratori, congiuntamente agli *Advisor*, segnalano che la capitalizzazione di Borsa non può considerarsi rappresentativa del valore del suo capitale economico, nonostante i titoli della stessa siano scambiati sul mercato MTA di Borsa Italiana, in quanto:

- fino al 29 dicembre 2011, ultimo giorno di Borsa antecedente la diffusione dei primi rumors circa l'interesse di potenziali investitori all'acquisto del controllo di Premafin, i volumi scambiati quotidianamente non hanno mostrato un adeguato *mix* in termini di liquidità e volatilità del titolo, come messo in evidenza dal ridotto valore della *turnover velocity, proxy* del flottante e della liquidità;
- successivamente a tale data, principalmente a causa delle forti tensioni speculative, le azioni di Premafin hanno fatto registrare livelli di volatilità significativamente superiori alla media del mercato;
- l'inadeguata liquidità del titolo Premafin risulta peraltro ulteriormente accresciuta per effetto dell'Aumento di Capitale Premafin, avvenuto attraverso l'emissione di azioni ordinarie non quotate su alcun mercato.

Infine per ragioni analoghe, i Consigli di Amministrazione hanno ritenuto scarsamente significativo, per la determinazione della congruità finanziaria del Rapporti di Cambio, l'utilizzo del metodo del *consensus* dei prezzi obiettivo (*Target Price*).

6. APPLICAZIONE E SVILUPPO DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE UTILIZZATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

6.1 PREMESSA

Ai fini delle valutazioni propedeutiche alla determinazione dei Rapporti di Cambio, i Consigli di Amministrazione e gli *Advisor* hanno considerato i seguenti elementi principali, quali presupposti, e le seguenti ipotesi:

- le Società sono state valutate in un'ottica *stand alone*, ovvero senza tener conto delle potenziali sinergie e costi di ristrutturazione risultanti dal Progetto di Integrazione;
- la data delle situazioni patrimoniali approvate e utilizzate dalle Società ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* del Codice Civile è il 30 settembre 2012;
- l'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni di Euro 600 milioni che deve essere eseguito prima del completamento della Fusione;
- la distribuzione di un dividendo da parte di Unipol Assicurazioni pari a Euro 150 milioni che è prevista prima del completamento della Fusione, già incluso peraltro nel Piano di Unipol Assicurazioni;

- si prevede che il perfezionamento della Dismissione avverrà successivamente alla data di efficacia civilistica della Fusione; pertanto, non essendo disponibili, alla data delle Relazioni degli Amministratori, stime dei valori relativi alla Dismissione, gli Amministratori delle Società e i rispettivi *Advisor* non hanno tenuto conto di detta Dismissione, non essendo possibile quantificarne gli effetti;
- le valutazioni non considerano l'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti ordinari di Premafin e degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni, in quanto alla data di riferimento, in considerazione delle modalità e dei tempi previsti per l'esercizio del diritto stesso, non è possibile quantificarne gli effetti;
- ai fini della ripartizione del valore di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni tra azioni ordinarie e azioni di risparmio, si è fatto riferimento al calcolo del numero di azioni ordinarie equivalenti determinato sulla base dello scarto di quotazione (premio o sconto) tra le azioni di risparmio e le corrispondenti azioni ordinarie riscontrate sul mercato borsistico sulla base dei prezzi ufficiali medi ponderati di borsa a far data dal 6 agosto 2012 (primo giorno di quotazione delle azioni di risparmio di categoria B Fondiaria-SAI) fino al 14 dicembre 2012;
- le valutazioni non considerano alcun impatto potenziale relativo all'emissione del Convertendo, tenuto conto che l'effetto diluitivo sul capitale dell'Incorporante derivante dalla conversione non può essere allo stato stimato in termini quantitativi, essendo funzione del prezzo di conversione, ad oggi non noto;
- ai fini della valutazione di Unipol Assicurazioni, i Consigli di Amministrazione hanno tenuto conto del valore di esercizio dell'opzione put-call relativamente a Unipol Banca.

Al fine di meglio apprezzare i risultati ottenuti, i Consigli di Amministrazione delle Società, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, hanno sviluppato analisi di sensitività in relazione ai principali parametri valutativi adottati.

Di seguito viene presentata una sintesi delle modalità di applicazione, da parte dei Consigli di Amministrazione, delle metodologie sopra descritte.

6.2 APPLICAZIONE E SVILUPPO DELLE METODOLOGIE DI VALUTAZIONE UTILIZZATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

6.2.1 Applicazione e Sviluppo delle metodologie di valutazione utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI

Il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha condiviso e ha fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dal proprio *Advisor* finanziario Goldman Sachs e le considerazioni espresse nel parere metodologico rilasciato dal Prof. Cattaneo, ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Metodo del Dividend Discount Model (metodo principale)

Come indicato nella Relazione degli Amministratori dell'Incorporante, tale metodologia è stata scelta in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere le specificità di ciascuna società oggetto di Fusione in termini di profittabilità, crescita, margine di solvibilità, livello di rischio e componenti patrimoniali.

Ai fini dell'applicazione del metodo del DDM, come riportato nella sua Relazione, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha proceduto come segue:

- per la determinazione dei flussi del periodo esplicito: stima dei dividendi attesi per le Società sulla base dei relativi Piani e di un margine di solvibilità target pari al 120% uguale per tutte le compagnie assicurative coinvolte;
- rettifica dell'utile netto nei Piani al fine di escludere tutte le componenti relative al comparto immobiliare, ovvero le plusvalenze/minusvalenze ed il margine operativo afferenti al portafoglio immobiliare e realizzati lungo l'arco temporale di pianificazione, in quanto la valutazione delle attività immobiliari è stata effettuata separatamente, come aggiustamento finale al valore derivante dall'applicazione del DDM;
- rettifica del Piano Unipol Assicurazioni per tener conto del futuro rendimento finanziario derivante dall'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni;
- attualizzazione dei flussi di dividendi futuri utilizzando il costo del capitale calcolato sulla base del CAPM. Per la definizione del Beta il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha fatto riferimento ad un campione di società comparabili che, date le differenze nel modello di business di Milano Assicurazioni rispetto a Fondiaria-SAI ed Unipol Assicurazioni, è stato differenziato tra (i) società di assicurazioni Danni e multi-linee europee relativamente a Fondiaria-SAI ed Unipol Assicurazioni e (ii) società di assicurazioni Danni europee relativamente a Milano Assicurazioni. Il costo del capitale adottato è quindi risultato pari a 12,4% per Fondiaria-SAI e Unipol Assicurazioni e pari a 11,3% per Milano Assicurazioni;
- stima del Terminal Value sulla base della formula di Gordon di rendita perpetua applicato all'utile distribuibile nell'ultimo anno di pianificazione esplicita normalizzato per tenere conto del *combined ratio* e dei rendimenti finanziari di lungo periodo e considerando la crescita del margine di solvibilità richiesto e il rispetto dei requisiti patrimoniali nel lungo termine;
- tasso di crescita di lungo periodo pari all'1,75% e attualizzazione del Terminal Value sulla base dello stesso costo del capitale utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di dividendi futuri.

Infine, nella determinazione del valore economico delle società oggetto di valutazione, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha tenuto conto dei seguenti elementi:

- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio immobiliare, al netto dell'effetto fiscale, determinate sulla base di dati elaborati dalle Società tramite

l'utilizzo di un *range* che tiene conto delle plusvalenze/minusvalenze riconducibili a immobili strumentali ed a immobili che non generano reddito;

- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli, al netto dell'effetto fiscale e dell'effetto stimato dello *shadow accounting* come elaborato dalle Società, come se tutti gli investimenti in titoli fossero classificati nella categoria attività disponibili per la vendita (AFS) in modo tale da neutralizzare le differenze derivanti dalla diversa classificazione contabile applicata dalle Società.

Metodo dei Multipli di Mercato (metodo di controllo)

Nello sviluppo dei multipli di mercato, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha considerato il multiplo *Price/Earnings* (P/E).

Il Consiglio di Amministrazione dell'Incorporante ha ritenuto opportuno identificare due distinti campioni di società comparabili in funzione delle peculiarità del modello di *business* delle società in esame, uno per Fondiaria-SAI ed Unipol Assicurazioni (in particolare, società di assicurazioni Danni e *multi-line* europee) ed un altro per Milano Assicurazioni (società di assicurazioni Danni europee).

Per ciascuna delle società costituenti il campione, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha calcolato il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e la stima IBES (*"Institutional Brokers' Estimate System"*) dell'utile netto relativo agli anni 2013 e 2014. Successivamente, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha applicato tali multipli all'utile netto relativo al 2013 e 2014 delle compagnie assicurative oggetto di Fusione, tenendo conto degli elementi non ricorrenti e, nel caso di Unipol Assicurazioni, anche del rendimento finanziario derivante dall'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni.

Metodo della Regressione Lineare (metodo di controllo)

Come riportato nella Relazione degli Amministratori di Fondiaria-SAI, il Consiglio di Amministrazione ha applicato il metodo tramite una regressione statistica lineare, rapportando la capitalizzazione di mercato ed il patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (ovvero *Price/TangibleBook Value* o *P/TBV*) e la redditività dell'anzidetto patrimonio netto, espressa dall'indicatore ROATE (*Return on Average Tangible Equity*).

Il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha quindi selezionato campioni di società ritenute comparabili (gli stessi campioni utilizzati per il metodo dei Multipli di Mercato), al fine di realizzare una regressione lineare tra i rispettivi ROATE 2013 e 2014 attesi ed il P/TBV calcolato come rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il TBV riportato da ciascuna società del campione al terzo trimestre del 2012.

Ai fini dell'applicazione del metodo, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI esplicita che:

- il TBV delle Società utilizzato è quello riportato da ciascuna società al 30 settembre 2012;

- per Unipol Assicurazioni, il TBV è stato corretto per l'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione (al netto del dividendo da distribuirsi prima del completamento della Fusione);
- l'evoluzione del TBV stimata ai fini del calcolo del ROATE 2013 e 2014 è basata sugli utili e sui dividendi come previsti dai rispettivi piani; per Unipol Assicurazioni gli utili sono stati inoltre rettificati per tener conto del rendimento finanziario derivante dall'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni in quanto non incluso nel relativo piano.

Metodo dell'Embedded Value (metodo di controllo)

Gli Amministratori di Fondiaria-SAI riferiscono che, nell'applicazione del metodo dell'*Embedded Value*, hanno calcolato l'ANAV come il *Tangible Book Value* riportato al 30 settembre 2012 da ciascuna Società, aggiustato per tener conto dei seguenti elementi:

- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio immobiliare al netto dell'effetto fiscale;
- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli del *business* Danni ed al capitale libero;
- storno delle plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli del *business* Vita già considerate nel calcolo del VIF;
- effetto temporale relativo all'utilizzazione delle attività fiscali differite.

Inoltre, nel calcolo dell'*Embedded Value*, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha seguito una metodologia condivisa dalle diverse Società, al fine di garantire uniformità valutativa. In particolare, le plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli del *business* Vita sono state considerate nel calcolo del VIF, secondo una politica di *Asset-Liability Management* ("ALM").

Metodo del Net Asset Value (utilizzato solo per Premafin)

Il valore del capitale economico di Premafin è stato stimato sulla base del *Net Asset Value* (o NAV) al 30 settembre 2012, basato sul valore della partecipazione detenuta in Fondiaria-SAI, determinato con l'applicazione dei metodi precedentemente descritti, ed al netto di un *holding discount* calcolato sulla base di un campione di società di partecipazione europee ritenute comparabili.

6.2.2 Applicazione e Sviluppo delle metodologie di valutazione utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di Premafin

Il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha condiviso e ha fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dai propri *Advisor* Leonardo e Prof. Dallochio ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Metodo del Dividend Discount Model (DDM)

Nell'applicazione del DDM il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha proceduto come segue:

- la stima dei dividendi attesi per le compagnie assicurative oggetto di valutazione è stata effettuata sulla base dei rispettivi Piani e di un margine di solvibilità *target* pari al 150%;
- ai fini della stima del *Terminal Value*, il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano industriale delle Società è stato rettificato per tenere conto di un *combined ratio target* di lungo periodo e di alcune componenti di reddito non ricorrenti;
- il tasso di attualizzazione dei flussi di cassa, pari al 12,2%, è stato calcolato sulla base del CAPM dove (i) il tasso "*risk-free rate*", pari al 5,6%, è stato determinato sulla base del rendimento del BTP decennale alla data del 14 dicembre 2012, (ii) il "*market risk premium*" è stato stimato pari al 5,8% circa ed (iii) il coefficiente Beta, pari a 1,15 circa, deriva da un campione di imprese assicurative quotate comparabili;
- il tasso di crescita nel lungo periodo "*g*" utilizzato per la stima del *Terminal Value* è stato stimato pari al 2%.

Metodo dell'Appraisal Value (SoP)

Dall'analisi della Relazione degli Amministratori, emerge il seguente approccio metodologico adottato dal Consiglio di Amministrazione di Premafin ai fini dell'applicazione del metodo dell'*Appraisal Value*:

- determinazione dell'ANAV di Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Fondiaria-SAI sulla base del patrimonio netto contabile IFRS al 30 settembre 2012, rettificato in funzione del valore degli attivi immateriali, dei costi di acquisizione differiti, delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e dei corrispondenti valori iscritti in bilancio, con esclusione delle componenti già considerate nella determinazione del VIF, al netto dei relativi effetti fiscali;
- determinazione del VIF applicato sulla base delle valutazioni effettuate da ciascuna delle singole compagnie assicurative;
- determinazione del valore della nuova produzione Vita sulla base della media fra le metodologie analitiche, quali l'attualizzazione del cosiddetto NBV, e l'utilizzo di moltiplicatori teorici stimati sulla base di alcuni report di analisti finanziari;
- stima del Goodwill Danni tramite il metodo DDM basato sui Piani prendendo a riferimento unicamente il perimetro Danni ed assumendo un livello di margine di solvibilità *target* pari al 150%. La stima del costo del capitale e del tasso di crescita "*g*" è risultata rispettivamente pari al 12,2% ed al 2%. I risultati ottenuti tramite il DDM sono stati mediati con i risultati del moltiplicatore Goodwill/Earnings.

Metodo dei Multipli di Mercato

Nello sviluppo del metodo dei multipli di mercato, il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha considerato il multiplo *Price/Earnings* (P/E) rilevato su un campione di società comparabili, applicato alle previsioni di utile netto 2013, 2014 e 2015 di Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, normalizzate per le componenti straordinarie e non ricorrenti.

I multipli P/E per gli esercizi 2013, 2014 e 2015 per il campione di società assicurative considerate sono stati calcolati sulla base delle stime del consenso degli analisti finanziari e facendo riferimento alla media ponderata per i volumi dei prezzi relativi agli ultimi tre mesi rispetto alla data del 14 dicembre 2012.

Metodo della Regressione Lineare (Value Map)

Il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha applicato il metodo *Value Map* regredendo (con una regressione statistica lineare) il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (*Price/Tangible Book*) e la redditività dell'anzidetto patrimonio, espressa dall'indicatore ROATE, delle società comparabili.

Nel caso specifico tale metodo è stato applicato a Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Fondiaria-SAI, facendo riferimento al medesimo campione utilizzato per il metodo dei multipli di mercato.

Ai fini della determinazione dell'intervallo del Rapporto di Cambio, sono stati applicati il metodo delle regressioni *P/TBV 2012 vs. ROATE 2013*, *P/TBV 2013 vs. ROATE 2014* e *P/TBV 2012 vs. ROATE 2013-2015*.

Metodo del Net Asset Value (NAV)

Il Consiglio di Amministrazione ha determinato il valore economico di Premafin tramite la stima del NAV effettuata sulla base della situazione patrimoniale individuale di Premafin aggregata con quella di Finadin al 30 settembre 2012, sostituendo ai valori contabili i rispettivi valori correnti di attività e passività, con riferimento, in particolare, alle seguenti principali voci:

- stima del valore economico della partecipazione in Fondiaria-SAI, ottenuto moltiplicando il valore del capitale economico di Fondiaria-SAI calcolato tramite applicazione dei suddetti metodi valutativi per la quota di possesso azionario sul capitale ordinario detenuta dalla stessa Premafin;
- stima analitica dell'*holding discount* determinata come somma (i) del valore attuale dei costi operativi, nell'orizzonte temporale di previsione analitica, e (ii) del valore attuale dei costi operativi al termine del periodo esplicito di pianificazione, capitalizzati utilizzando il metodo della rendita perpetua.

6.2.3 Applicazione e Sviluppo delle metodologie di valutazione utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni

Il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha condiviso e ha fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dal proprio *Advisor* Lazard e le considerazioni espresse nel parere di Gualtieri e Associati, ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Metodo dell'*Appraisal Value* (SoP)

Il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ai fini dell'applicazione dell'*Appraisal Value* ha proceduto come segue:

- determinazione dell'ANAV sulla base del patrimonio netto contabile IFRS al 30 settembre 2012 rettificato in funzione del valore degli attivi immateriali, dei costi di acquisizione differiti e delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio, con esclusione delle componenti già considerate nella determinazione del VIF, al netto dei relativi effetti fiscali;
- rettifica del VIF per tenere conto del livello *target* del margine di solvibilità ipotizzato per il ramo Vita sulla base di valori determinati dai propri *Advisor* che si sono posizionati al 130% (Gualtieri e Associati) e al 140% (Lazard);
- determinazione del valore della nuova produzione Vita tramite moltiplicatori teorici stimati sulla base del costo del capitale e delle attese di crescita da applicarsi al valore della nuova produzione Vita relativo ai dodici mesi precedenti il 30 settembre 2012 per Unipol Assicurazioni, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni;
- stima del Goodwill Danni con il metodo DDM sulla base dei piani industriali delle tre compagnie assicurative relativamente al ramo Danni e assumendo un livello di margine di solvibilità *target* che prende a riferimento le ipotesi dei propri *Advisor* che si sono posizionati al 140% (Lazard) ed al 160% (Gualtieri e Associati):
 - attualizzazione dei flussi di dividendo utilizzando un costo del capitale compreso nell'intervallo tra il 12% e il 12,50% e determinato applicando la metodologia del CAPM;
 - ai fini della determinazione del *Terminal Value* è stato utilizzato un tasso di crescita perpetua "g" compreso nell'intervallo 1,0%-1,5% ed il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano industriale rettificato per (i) rendere omogenee, tra le società coinvolte nella Fusione, le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, (ii) tener conto di un parziale allineamento del rendimento finanziario relativo al ramo Danni e (iii) tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti anche avendo riguardo della sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Inoltre Gualtieri e Associati per Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni ha stimato separatamente anche il valore dell'area del *business* immobiliare e delle altre attività diversificate.

Metodo del Dividend Discount Model (DDM)

Nell'applicazione del DDM il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha proceduto come segue:

- ai fini della stima dei dividendi potenzialmente distribuibili, sulla base delle ipotesi formulate dai propri *Advisor*, sono state considerate soluzioni che in un caso prevedono un margine di solvibilità *target* pari al 140% e, nell'altro caso, prevedono un margine di solvibilità *target* differenziato per il ramo Vita (pari al 130%) e per il ramo Danni (pari al 160%);
- i flussi di dividendi sono stati attualizzati utilizzando un costo del capitale calcolato sulla base del CAPM, compreso tra il 12% e il 12,50%, ed un tasso di crescita perpetua "g", per la definizione del *Terminal Value*, compreso nell'intervallo 1,0%-1,5%;
- ai fini della stima del *Terminal Value* il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano delle compagnie assicurative è stato rettificato per: (i) rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, (ii) tener conto di un parziale allineamento del rendimento finanziario relativo al ramo Danni e (iii) tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche avendo riguardo della sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Metodo dei Multipli di Mercato

Nello sviluppo dei multipli di mercato il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha considerato il multiplo *Price/Earnings* (P/E) ed ha pertanto provveduto:

- alla definizione di un campione di compagnie assicurative di riferimento ritenute ragionevolmente comparabili;
- alla stima del relativo multiplo P/E per ogni compagnia selezionata sulla base delle previsioni di utile netto relative agli anni 2013, 2014 e 2015 secondo le stime degli analisti finanziari e considerando i prezzi di borsa al 14 dicembre 2012 nonché una media dei prezzi di borsa degli ultimi sei mesi;
- all'applicazione dei multipli P/E, determinati come precedentemente detto, agli utili netti attesi di Unipol Assicurazioni, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni desunti dai rispettivi piani industriali e normalizzati per tenere conto di alcune componenti non ricorrenti.

Nella scelta dei singoli moltiplicatori il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha fatto riferimento alle risultanze dei propri *Advisor*, che hanno preso in considerazione in un caso i risultati derivanti dall'applicazione del multiplo relativo all'anno 2014, e nell'altro caso i risultati derivanti dall'applicazione del multiplo relativo agli anni 2014 - 2015.

Metodo della Regressione Lineare (Value Map)

Il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha applicato il metodo della retta di regressione, regredendo (con una regressione statistica lineare) il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (*Price/Tangible Book Value*) e la redditività dell'anzidetto patrimonio, espressa dall'indicatore ROATE delle società comparabili.

Nello sviluppo del metodo il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha fatto riferimento allo stesso campione individuato per la metodologia dei multipli di mercato.

Analogamente a quanto fatto per l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, e per le medesime ragioni, è stata effettuata l'analisi con riferimento ai dati prospettici relativi agli anni 2014 e 2015.

Metodo del Net Asset Value (NAV)

Il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha determinato il valore economico di Premafin tramite la stima del NAV effettuata sulla base della situazione patrimoniale individuale di Premafin, aggregata con quella di Finadin, al 30 settembre 2012 e sostituendo ai valori contabili i rispettivi valori correnti di attività e passività. In particolare, la stima del valore economico della partecipazione in Fondiaria-SAI è stata determinata moltiplicando il valore del capitale economico di Fondiaria-SAI, calcolato tramite applicazione dei suddetti metodi valutativi, per la quota di possesso detenuta dalla stessa Premafin.

6.2.4 Applicazione e Sviluppo delle metodologie di valutazione utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni

Il Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni ha condiviso e ha fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dal proprio *Advisor* finanziario Rothschild e le considerazioni espresse nel parere del Prof. Provasoli, ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Metodo del Dividend Discount Model (DDM)

Ai fini dell'applicazione del metodo del DDM il Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni ha proceduto come segue:

- per la determinazione dei flussi del periodo esplicito: stima dei dividendi attesi per le compagnie assicurative oggetto di valutazione sulla base dei rispettivi piani e di un margine di solvibilità *target* comune pari al 140%;
- ai fini della stima del *Terminal Value* il flusso di dividendo dell'ultimo anno dei rispettivi piani è stato rettificato per tenere conto di un *combined ratio target* di lungo periodo e di alcune componenti di reddito non ricorrenti (quali ad esempio l'*impairment AFS*) ed infine è stato corretto escludendo tutte le componenti relative al

comparto immobiliare, ovvero le plusvalenze, le svalutazioni ed il margine operativo afferenti al portafoglio immobiliare;

- attualizzazione dei flussi di dividendi futuri stimando il costo del capitale pari al 12,87%, calcolato sulla base del CAPM;
- il tasso di crescita nel lungo periodo "g" utilizzato per la stima del *Terminal Value* è stato stimato pari al 2%.

Metodo dei Multipli di Mercato

Nello sviluppo dei multipli di mercato il Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni ha considerato il multiplo *Price/Earnings*, applicato alle previsioni di utile netto 2013 e 2014 delle compagnie assicurative, normalizzate per le componenti straordinarie e non ricorrenti.

Il campione di società comparabili utilizzato ai fini dell'applicazione della metodologia in esame è stato differenziato tra Milano Assicurazioni, Fondiaria-SAI e Unipol Assicurazioni, al fine di meglio apprezzare le società oggetto di analisi.

I multipli P/E per gli esercizi 2013 e 2014 per il campione di società assicurative considerate sono stati calcolati sulla base delle stime del consenso degli analisti finanziari. I multipli sono stati calcolati facendo riferimento alla media ponderata per i volumi dei prezzi relativi agli ultimi tre mesi rispetto alla data del 14 dicembre 2012 al fine di ridurre eventuali distorsioni legate alla volatilità dei prezzi.

Metodo della Regressione Lineare (Value Map)

Il Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni ha applicato il metodo *Value Map* regredendo (con una regressione statistica lineare) il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (ovvero *Price/Tangible Book Value*) e la redditività dell'anzidetto patrimonio, espressa dall'indicatore ROATE, delle società comparabili.

Nel caso specifico tale metodo è stato applicato alle Società, facendo riferimento ai medesimi campioni differenziati utilizzati per la metodologia dei multipli di mercato.

Ai fini della determinazione del *range* di rapporti di cambio, sono stati applicati il metodo delle regressioni *P/TBV 2012 vs. ROATE 2013* e *P/TBV 2013 vs. ROATE 2014*.

Metodo dell'Appraisal Value (SoP)

Il Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni, ai fini dell'applicazione dell'Appraisal Value ha proceduto come segue:

- determinazione dell'ANAV sulla base del patrimonio netto contabile IFRS al 30 settembre 2012 rettificato in funzione del valore degli attivi immateriali, dei costi di acquisizione differiti, delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e dei corrispondenti valori iscritti in bilancio, con esclusione delle componenti già considerate nella determinazione del VIF, al netto dei relativi effetti fiscali;

- applicazione del VIF derivante dalla valutazione effettuata singolarmente da ciascuna compagnia assicurativa;
- determinazione del valore della nuova produzione Vita attraverso l'utilizzo di moltiplicatori teorici stimati sulla base della prassi valutativa.
- stima del Goodwill Danni tramite il metodo DDM basato sui piani di ciascuna compagnia assicurativa prendendo a riferimento unicamente il perimetro Danni ed assumendo un livello di margine di solvibilità target pari al 140%. La stima del costo del capitale e del tasso di crescita "g" è stata effettuata in linea con il metodo DDM. I risultati ottenuti tramite il DDM sono stati mediati con dei moltiplicatori sintetici quali il rapporto Goodwill/Earnings.

Metodo del Net Asset Value (NAV)

Il Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni ha determinato il valore economico di Premafin tramite la stima del NAV effettuata sulla base della situazione patrimoniale individuale di Premafin aggregata con quella di Finadin al 30 settembre 2012, sostituendo ai valori contabili i rispettivi valori correnti di attività e passività, con riferimento, in particolare, alla stima del valore economico della partecipazione in Fondiaria-SAI, ottenuto moltiplicando il valore del capitale economico di Fondiaria-SAI, calcolato tramite l'applicazione dei suddetti metodi valutativi, per la quota di possesso azionario sul capitale ordinario detenuta dalla stessa Premafin.

7. LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DELLE SOCIETÀ

7.1 LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI FONDIARIA-SAI

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI nella determinazione dei Rapporti di Cambio possono così sintetizzarsi:

- sono state applicate metodologie valutative di natura diversa che hanno in alcuni casi richiesto l'utilizzo di assunzioni ed ipotesi soggettive. Nell'applicazione di tali metodologie, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI riferisce di avere tenuto conto delle caratteristiche e dei limiti impliciti propri di ciascuna metodologia, sulla base della prassi valutativa professionale. Ciò ha comportato scelte valutative soggettive a fronte delle caratteristiche e limiti propri di ciascun metodo;
- le proiezioni economico-finanziarie contenute nei piani industriali *stand alone* delle Società utilizzate ai fini delle valutazioni relative presentano, per loro natura, profili di incertezza circa l'effettiva prevedibilità della *performance* operativa e reddituale futura, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di mercato e macroeconomico di riferimento;

- l'elevata volatilità dei mercati finanziari che caratterizza l'attuale contesto finanziario internazionale ha un impatto sulle valutazioni di mercato e sulle grandezze patrimoniali, economiche e finanziarie delle Società e delle società comparabili utilizzate in alcune metodologie valutative;
- con riferimento al portafoglio di attività immobiliari, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha riscontrato una mancanza di uniformità valutativa nella determinazione delle plusvalenze/minusvalenze latenti tra Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni, da un lato, ed Unipol Assicurazioni, dall'altro. Alla data delle Relazioni degli Amministratori era in corso una dettagliata analisi del portafoglio immobiliare di ciascuna Società, la cui conclusione potrebbe generare delle risultanze diverse dalle stime relative alle plusvalenze/minusvalenze latenti utilizzate ai fini delle valutazioni;
- le plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli sono fortemente dipendenti dalle dinamiche di mercato, la cui volatilità potrebbe determinare variazioni significative nelle risultanze dell'analisi valutativa. Inoltre, le stesse sono soggette agli effetti del diverso trattamento contabile adottato dalle varie società;
- nel caso della metodologia principale, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha proceduto a rettificare i valori economici risultanti dal DDM, per le plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli classificati come crediti o come attivi detenuti fino a scadenza, come se il portafoglio titoli di tutte le Società fosse classificato come disponibile per la vendita. Coerentemente con il trattamento delle minusvalenze relative al portafoglio titoli del *business Vita*, tale rettifica tiene conto di un'ipotesi (fornita dal *management* delle Società) di *shadow accounting* teorico applicato alle plusvalenze/ minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli del *business Vita* delle rispettive Società;
- le valutazioni effettuate sono altresì dipendenti dal livello e dall'adeguatezza delle riserve delle singole Società. A tal fine il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha assunto che i piani industriali *stand alone* di ciascuna Società, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione, incorporino ipotesi di riservazione adeguate e omogenee per tutte le Società.

7.2 LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI PREMAFIN

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Premafin nella determinazione dei Rapporti di Cambio possono così sintetizzarsi:

- utilizzo di dati previsionali: le metodologie di valutazione adottate, oltre a fare riferimento a parametri di redditività storica, si sono basate sui dati prospettici consolidati e/o civilistici di Premafin, Finadin, Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni contenuti nei Piani, dati che per loro natura contengono elementi di incertezza e sono potenzialmente soggetti a variazioni, anche significative, in caso di imprevedibili cambiamenti in generale e, in particolare, del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico di riferimento;

- esistenza di azioni di diversa categoria in Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni (i.e., ordinarie e risparmio): il calcolo del valore unitario dell'azione ordinaria di Fondiaria-SAI e dell'azione ordinaria di Milano Assicurazioni necessario alla determinazione dei Rapporti di Cambio ha imposto la determinazione del numero di azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio in circolazione;
- oggetto sociale delle Società: il diverso oggetto sociale delle Società (i.e., assunzione di partecipazioni/attività immobiliare per Premafin ed esercizio dell'attività assicurativa per Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni) ha imposto l'applicazione indiretta del principio di omogeneità e comparabilità dei criteri di stima che caratterizza le valutazioni di fusione, in particolare con riferimento alla determinazione dei Rapporti di Cambio;
- volatilità dei mercati finanziari: la situazione complessiva dei mercati non ancora stabilizzata, unitamente alla oggettiva peculiarità e complessità dell'operazione, è all'origine di un'accentuata volatilità dei valori e dei parametri di mercato utilizzati nelle analisi valutative effettuate;
- criteri di valutazione: le stime effettuate risentono delle specificità e dei limiti propri dei diversi metodi di valutazione utilizzati.

7.3 LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI UNIPOL ASSICURAZIONI

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni nella determinazione dei Rapporti di Cambio possono così sintetizzarsi:

- utilizzo del bilancio consolidato quale riferimento principale per la determinazione del patrimonio netto rettificato e dei flussi di risultato attesi: l'impiego del bilancio consolidato, resosi necessario per l'ampia articolazione dei gruppi di cui fanno parte le Società, genera alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi in ragione della presenza di quote di minoranza;
- incompletezza dei dati divisionali per aree di *business*: l'applicazione del metodo Sum of Parts ha richiesto l'utilizzo di dati economici e patrimoniali relativi alle singole aree di *business* in cui operano le Società, rendendo complessa l'allocazione delle voci alle singole *business unit*;
- utilizzo di dati previsionali: l'applicazione delle diverse tecniche di valutazione ha reso necessario utilizzare i dati di natura previsionale contenuti nei piani industriali 2013 - 2015 delle Società e quindi tener conto dei profili di incertezza che tali dati per loro natura contengono;
- omogeneizzazioni: l'applicazione delle diverse metodologie di valutazione ha reso necessario in taluni casi rendere omogenei tra le compagnie di assicurazione coinvolte nella Fusione i dati di input utilizzati nei processi di stima;

- esistenza di azioni ordinarie e di risparmio: il calcolo del valore unitario delle azioni in presenza di diverse categorie richiede di ripartire il valore del capitale azionario di ciascuna Società sulla base di un criterio convenzionale che, secondo prassi, si fonda sul rapporto tra i prezzi di borsa delle azioni di diverse categorie osservati in un periodo assunto come rilevante;
- patrimonio immobiliare: ai fini dell'analisi la valorizzazione del patrimonio immobiliare si è basata sui dati di bilancio infra-annuali al 30 settembre 2012 e sulle perizie effettuate per conto delle Società ai fini della predisposizione dei bilanci relativi al 2011.

7.4 LIMITAZIONI E PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE INCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MILANO ASSICURAZIONI

Le principali difficoltà incontrate dal Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni nella determinazione dei Rapporti di Cambio possono così sintetizzarsi:

- le valutazioni sono state effettuate utilizzando principalmente proiezioni economico-finanziarie predisposte dal *management* delle Società e di UGF. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza;
- la volatilità e la complessità di omogeneizzazione (anche da un punto di vista contabile) cui sono soggette le stime afferenti alle tematiche attuariali, di riservazione e di valorizzazione dei titoli;
- successivamente al cambio di controllo di Premafin avvenuto nel luglio 2012, si è registrata una naturale discontinuità con il *management* delle Società;
- il coinvolgimento nel Progetto di Integrazione di società con azioni ordinarie non quotate (i.e. Unipol Assicurazioni), o con solo parte delle stesse ammesse a quotazione (i.e. Premafin);
- l'esistenza di diverse tipologie di azioni nel capitale delle Società;
- la dichiarata volontà di UGF di concedere a Fondiaria-SAI un'opzione *put* sulla partecipazione detenuta da Unipol Assicurazioni in Unipol Banca a fronte di un'opzione *call* da riconoscere a UGF;
- l'incertezza legata ai potenziali impatti derivanti dalla Dismissione;
- la necessità di omogeneizzazione dei dati utilizzati nei processi di stima tra le compagnie di assicurazione (Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni);
- la potenziale mancanza di uniformità valutativa nella determinazione delle plusvalenze e minusvalenze immobiliari di Unipol Assicurazioni, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni.

8. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE

8.1 RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI FONDIARIA-SAI

I valori economici derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi sopra descritti al paragrafo 6. da parte del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI, riportati nell'Integrazione al documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate del 10 gennaio 2013, sono di seguito riepilogati:

Valori economici (in milioni di Euro)	Preamfin*		Unipol Assicurazioni		Milano Assicurazioni		Fondiaria-SAI	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
<i>Metodologia principale:</i> DDM	174	405	2.921	3.571	1.320	1.799	2.360	3.502
<i>Metodologie di controllo:</i> Embedded Value	71		2.326		1.092		1.853	
Multipli di mercato	144		3.022		1.205		2.212	
Regressione Lineare	228		3.149		1.368		2.628	

* Il metodo di valutazione di Preamfin è il NAV con valorizzazione della partecipazioni in Fondiaria-SAI sulla base dei metodi indicati nella tabella

Sulla base dei suddetti valori economici, la Relazione degli Amministratori di Fondiaria-SAI riporta i seguenti Rapporti di Cambio:

Rapporti di Cambio	Preamfin		Unipol Assicurazioni		Milano Assicurazioni		Milano Assicurazioni Risparmio	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
<i>Metodologia principale:</i> DDM	0,041	0,065	1,431	1,736	0,319	0,347	0,516	0,561
<i>Metodologie di controllo:</i> Embedded Value	0,022		1,761		0,366		0,592	
Multipli di mercato	0,037		1,917		0,338		0,547	
Regressione Lineare	0,049		1,681		0,323		0,522	

8.2 RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI PREMAFIN

I valori economici derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi sopra descritti al paragrafo 6. da parte del Consiglio di Amministrazione di Premafin, riportati nell'Integrazione al documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate del 10 gennaio 2013, sono di seguito riepilogati:

Valori economici (in milioni di Euro)	Premafin*		Unipol Assicurazioni		Milano Assicurazioni		Fondiarria-SAI	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
DDM	184	300	2.499	2.900	1.252	1.457	2.344	2.775
Appraisal Value	287	338	3.345	3.513	1.501	1.602	2.725	2.915
Multipli di Mercato	187	294	1.983	2.361	1.141	1.284	2.357	2.752
Regressione Lineare	166	308	2.267	2.537	1.179	1.386	2.278	2.803

* Il metodo di valutazione di Premafin è il NAV con valorizzazione della partecipazioni in Fondiarria-SAI sulla base dei metodi indicati nella tabella

Sulla base dei suddetti valori economici, il parere di Leonardo e del Prof. Dallochio riporta i seguenti *range* di Rapporti di Cambio, fatti propri dal Consiglio di Amministrazione di Premafin nella propria Relazione:

Rapporti di Cambio	Premafin	
	Minimo	Massimo
DDM	0,044	0,061
Appraisal Value	0,059	0,065
Multipli di Mercato	0,044	0,060
Regressione Lineare	0,041	0,061

8.3 RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI UNIPOL ASSICURAZIONI

I valori economici derivanti dall'applicazione da parte degli *Advisor* del Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni dei metodi valutativi sopra descritti al paragrafo 6., riportati nell'Integrazione al documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate del 10 gennaio 2013, sono di seguito riepilogati:

Lazard:

Valori economici (in milioni di Euro)	Premafin*		Unipol Assicurazioni		Milano Assicurazioni		Fondiarria-SAI	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
DDM	228	401	2.567	3.009	1.213	1.531	2.444	3.086
Appraisal Value	104	287	2.586	3.041	1.285	1.628	1.987	2.662
Multipli di Mercato	114	235	2.593	3.102	991	1.211	2.021	2.470

* Il metodo di valutazione di Premafin è il NAV con valorizzazione della partecipazioni in Fondiarria-SAI sulla base dei metodi indicati nella tabella

Gualtieri e Associati:

Valori economici (in milioni di Euro)	Premafin*	Unipol Assicurazioni	Milano Assicurazioni	Fondiarria-SAI
	Media	Media	Media	Media
DDM	146	2.079	970	2.014
Appraisal Value	208	2.466	1.233	2.241
Multipli di Mercato	221	2.606	1.082	2.293
Regressione Lineare	151	2.254	1.084	2.032

* Il metodo di valutazione di Premafin è il NAV con valorizzazione della partecipazioni in Fondiarria-SAI sulla base dei metodi indicati nella tabella

Sulla base dei suddetti valori economici, i pareri di Lazard e di Gultieri e Associati riportano i seguenti *range* di Rapporti di Cambio, fatti propri dal Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni nella propria Relazione:

Lazard:

Rapporti di Cambio	Unipol Assicurazioni	
	Minimo	Massimo
DDM	1,233	1,639
Appraisal Value	1,437	2,042
Multipli di Mercato	1,473	2,153

Gultieri e Associati:

Rapporti di Cambio	Unipol Assicurazioni	
	Media	
DDM	1,448	
Appraisal Value	1,544	
Multipli di Mercato	1,595	
Regressione Lineare	1,556	

8.4 RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI EFFETTUATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI MILANO ASSICURAZIONI

I valori economici derivanti dall'applicazione da parte dell'Advisor del Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni dei metodi valutativi sopra descritti al paragrafo 6., riportati nell'Integrazione al documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate del 10 gennaio 2013, sono di seguito riepilogati:

Valori economici (in milioni di Euro)	Premafin*		Unipol Assicurazioni		Milano Assicurazioni		Fondiaris-SAI	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
DDM	126	333	2.762	2.807	1.268	1.493	1.990	2.754
Appraisal Value	176	350	2.930	3.096	1.329	1.475	2.173	2.818
Multipli di Mercato	132	265	2.295	2.424	1.164	1.261	2.013	2.502
Regressione Lineare	146	274	2.371	2.507	1.195	1.292	2.063	2.537

* Il metodo di valutazione di Premafin è il NAV con valorizzazione della partecipazioni in Fondiaris-SAI sulla base dei metodi indicati nella tabella

Sulla base dei suddetti valori economici, il parere di Rothschild riporta i seguenti *range* di Rapporti di Cambio, fatti propri dal Consiglio di Amministrazione di Milano Assicurazioni nella propria Relazione:

Rapporti di Cambio	Milano Assicurazioni		Milano Assicurazioni Risparmio	
	Minimo	Massimo	Minimo	Massimo
DDM	0,336	0,395	0,544	0,640
Appraisal Value	0,325	0,379	0,526	0,614
Multipli di Mercato	0,313	0,359	0,506	0,580
Regressione Lineare	0,316	0,359	0,511	0,582

8.5 DETERMINAZIONE FINALE DEI RAPPORTI DI CAMBIO DA PARTE DEI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE DELLE SOCIETÀ

Alla luce dei criteri sopra richiamati e degli elementi emersi in data successiva alle intese preliminari a suo tempo raggiunte sulla base dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, ivi incluso l'Aumento di Capitale di Unipol Assicurazioni e il previsto pagamento da parte di quest'ultima di un dividendo di Euro 150 milioni, a valere sull'utile 2012, i Consigli di Amministrazione delle Società, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, sono pervenuti, all'esito delle negoziazioni intervenute, alla determinazione dei seguenti Rapporti di Cambio:

- numero 0,050 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;
- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria "B" di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

9. LAVORO SVOLTO

I Consigli di Amministrazione delle Società hanno assunto, quali situazioni patrimoniali ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2501-*quater* del Codice Civile, le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2012 approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 20 dicembre 2012. Le situazioni patrimoniali al 30 settembre 2012 delle Società non sono state assoggettate né a revisione legale né a revisione contabile limitata da parte delle rispettive società di revisione.

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- analisi del Progetto di Fusione approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società in data 20 dicembre 2012 e depositati presso le sedi sociali delle Società in data 28 gennaio 2013;
- analisi delle Relazioni dei Consigli di Amministrazione redatte ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile;
- analisi delle presentazioni e delle *Fairness Opinion* degli *Advisor* a supporto dei Consigli di Amministrazione per la determinazione dei Rapporti di Cambio;
- analisi dei verbali dei Consigli di Amministrazione delle Società del 19 e 20 dicembre 2012 e dei relativi allegati;
- analisi critica dei metodi di valutazione sviluppati dai Consigli di Amministrazione delle Società e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero idonei, nelle

specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione dei valori economici delle Società al fine della determinazione dei Rapporti di Cambio;

- verifica dell'uniformità, a livello di ciascun Consiglio di Amministrazione e dei rispettivi *Advisor*, di applicazione dei metodi di valutazione adottati nella determinazione dei valori economici relativi delle Società nell'ambito della determinazione dei Rapporti di Cambio;
- presa visione, per le finalità del presente incarico, dell'Accordo di Investimento e relativi Accordi Integrativi, del Piano di Risanamento e relativa Attestazione del Piano (inclusi *addendum* ed integrazioni) e dell'Accordo di Ristrutturazione;
- verifica, attraverso ricalcolo, dei risultati dei modelli valutativi e verifica della correttezza matematica dei calcoli relativi alla determinazione dell'intervallo di valori dei Rapporti di Cambio individuati;
- discussione con i *management* delle Società e con i rispettivi *Advisor* circa l'attività svolta, le problematiche incontrate e le soluzioni adottate;
- discussione con i *management* delle Società, ferme restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di elaborazione previsionale, allo scopo di comprendere le assunzioni su cui si fondano i Piani e l'idoneità degli stessi ai fini dello sviluppo delle metodologie valutative utilizzate nell'ambito della determinazione dei Rapporti di Cambio;
- analisi dei bilanci individuali e consolidati di Fondiaria-SAI, Premafin e Milano Assicurazioni relativi all'esercizio 2012, da noi sottoposti a revisione legale, e del bilancio individuale di Unipol Assicurazioni relativo all'esercizio 2012, sottoposto a revisione legale da parte della società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A.;
- analisi campionaria del portafoglio immobiliare e analisi dei criteri, delle metodologie e dei principali parametri alla base delle valutazioni con data di riferimento 31 Dicembre 2011 e 31 Dicembre 2012 e svolgimento a campione di analisi di sensitività;
- analisi dell'andamento delle quotazioni di borsa dei titoli Fondiaria-SAI, Premafin e Milano Assicurazioni e dei relativi indici di volatilità e di *turnover* in vari differenti intervalli temporali fino alla data del 14 dicembre 2012;
- sviluppo di analisi di sensitività e di considerazioni autonome, per le finalità della presente relazione, tratte dalla disamina della documentazione messa a nostra disposizione;
- analisi del documento denominato "*Fairness opinion -Determinazione dei VIF e dei NBV propedeutici al calcolo dei concambi nell'ambito della fusione per incorporazione Unipol-Fonsai*", a noi rilasciato in data 22 luglio 2013 dall'esperto attuariale indipendente da noi incaricato;

- analisi delle relazioni finanziarie semestrali consolidate di Fondiaria-SAI, di Premafin e di Milano Assicurazioni al 30 giugno 2013 e della relazione semestrale individuale redatta ai fini di vigilanza di Unipol Assicurazioni al 30 giugno 2013, approvate dagli organi competenti, corredate della relazione sulla gestione e della relazione sulla revisione contabile limitata;
- raccolta di informazioni, attraverso colloqui con i *management* delle Società, circa gli eventi verificatisi dopo la predisposizione dei Piani, con riferimento ad eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulle assunzioni sottostanti le elaborazioni degli stessi, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni;
- ottenimento di attestazione che, per quanto a conoscenza delle Società, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo che comportino variazioni significative alle assunzioni sottostanti i Rapporti di Cambio, ivi incluse quelle contenute nei Piani. Gli Amministratori di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni ci hanno inoltre attestato che l'analisi del portafoglio immobiliare, in corso alla data della loro Relazione, e ad oggi completata, non ha generato effetti di rilevanza tale da richiedere modifiche ai Rapporti di Cambio;
- con riferimento al provvedimento di sequestro preventivo disposto ai sensi degli artt. 321 e segg. C.p.p., notificato a Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni il 12 agosto 2013, gli Amministratori di Fondiaria-SAI ci hanno attestato che, alla data della presente relazione, ritengono che non sussistano elementi oggettivi rinvenibili nel citato provvedimento che consentano allo stato di formulare ipotesi affidabili sull'esito del predetto procedimento penale e che permettano quindi di ritenere probabile, ai sensi dei principi contabili IAS/IFRS, l'esborso a carico della società di un importo stimabile in maniera attendibile in conseguenza del predetto procedimento penale.

10. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAI CONSIGLI DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CAMBIO

10.1 PREMESSA

Preliminarmente, è opportuno sottolineare che, come illustrato nelle Relazioni degli Amministratori, la prospettata Fusione si inquadra nel contesto dell'Accordo di Investimento e dei successivi Accordi Integrativi per la realizzazione del Progetto di Integrazione, del quale la Fusione rappresenta un passaggio essenziale ed integrante.

Le Relazioni degli Amministratori, infatti, descrivono diffusamente la complessiva operazione e il contesto nel quale essa si colloca, unitamente alle motivazioni sottostanti, le scelte metodologiche effettuate dai Consigli di Amministrazione e il processo logico seguito, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, ai fini dell'individuazione dei Rapporti di Cambio proposti.

In particolare, il procedimento decisionale dei Consigli di Amministrazione è stato preordinato, nella fattispecie, alla determinazione, all'esito delle negoziazioni intervenute, di intervalli di valori all'interno dei quali gli Amministratori delle Società hanno proceduto ad individuare, in modo puntuale, i Rapporti di Cambio finali da proporre agli Azionisti, anche in considerazione degli accordi intercorsi con UGF.

Alla luce dei criteri sopra richiamati e degli elementi emersi in data successiva alle intese preliminari a suo tempo raggiunte sulla base dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, ivi incluso l'Aumento di Capitale di Unipol Assicurazioni e il previsto pagamento da parte di quest'ultima di un dividendo di Euro 150 milioni, a valere sull'utile 2012, i Consigli di Amministrazione delle Società, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, sono pervenuti ai seguenti Rapporti di Cambio proposti:

- numero 0,050 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;
- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria "B" di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

Ciò ricordato, l'individuazione delle metodologie impiegate dagli Amministratori delle Società nel processo di valutazione è stata effettuata in funzione delle caratteristiche delle Società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi delle valutazioni stesse.

In tale prospettiva, ciascuno dei Consigli di Amministrazione delle Società ha proceduto ad una stima dei valori relativi alle Società coinvolte nella Fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, con l'obiettivo di addivenire a valori confrontabili ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio; stima pertanto non utilizzabile per finalità diverse. Per valutazioni svolte nell'ambito di operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima del processo valutativo non è la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, ma l'individuazione di valori confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Va peraltro rammentato che tale principio non implica necessariamente l'applicazione dei medesimi parametri di valutazione per le diverse società oggetto di fusione. Tale circostanza ha indotto gli Amministratori delle Società ad utilizzare, in alcuni casi, parametri di valutazione differenti in relazione alle Società, tali da consentire di apprezzarne adeguatamente le rispettive specificità nell'ambito dell'approccio metodologico utilizzato specificamente da ciascun *Advisor*.

In considerazione di quanto sopra, la ricostruzione, nella presente relazione, dell'iter logico e del procedimento decisionale seguito dagli Amministratori delle Società con riferimento (i) alle scelte metodologiche e (ii) ai Rapporti di Cambio individuati all'esito dell'applicazione delle metodologie prescelte non può dunque prescindere da tale

necessario inquadramento e, in particolare, dal riferimento alla componente negoziale rappresentata dagli accordi sopra richiamati.

Pertanto, le considerazioni che seguono in merito all'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze, delle metodologie adottate dagli Amministratori delle Società per la determinazione dei Rapporti di Cambio proposti tengono conto, tra l'altro, delle caratteristiche dell'operazione in esame, unitariamente considerata, e dell'articolato quadro delle intese intervenute con i vari soggetti coinvolti, nonché della componente negoziale che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione.

Sempre in via preliminare, è altresì opportuno rammentare che gli Amministratori delle Società, ai fini dei propri processi valutativi, si sono avvalsi del supporto dei rispettivi Advisor ed hanno tenuto altresì in considerazione i pareri vincolanti dei Comitati degli Amministratori Indipendenti che si sono espressi in senso favorevole all'operazione.

Ciò preliminarmente chiarito, esprimiamo nel seguito della presente relazione le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà nelle circostanze, dei metodi adottati dai Consigli di Amministrazione, nonché sulla loro corretta applicazione ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.

Il giudizio sui metodi, oggetto della presente relazione, è da considerarsi distinto da eventuali valutazioni in ordine all'opportunità e/o convenienza dell'operazione, in ordine ai vantaggi che la prospettata Fusione può comportare in termini di "creazione di valore" ovvero, come auspicato dagli Amministratori delle Società nel caso di specie, di rafforzamento della struttura patrimoniale e di solvibilità della nuova realtà aggregata.

10.2 CONSIDERAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI

Si riportano di seguito le considerazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società, con il supporto dei propri Advisor:

- I Consigli di Amministrazione, facendo proprie le valutazioni dei propri Advisor, hanno adottato, per la stima dei capitali economici di Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica sostanziale i valori stimati per ogni Società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori delle Società di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire un'ampia copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di *range* di rapporti di cambio, confermati anche dalle *fairness opinion* rilasciate dai rispettivi Advisor.
- Il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha adottato una metodologia principale (*Dividend Discount Model* o DDM) e una pluralità di metodi di controllo (metodo dei multipli di mercato, metodo della regressione lineare e metodo dell'*Embedded Value*); unicamente per Premafin, è stato impiegato il metodo del NAV. I Consigli di Amministrazione delle Incorporande hanno invece ritenuto di utilizzare un

insieme di metodi (sopra descritti al paragrafo 5.) senza differenziare tra metodologie principali e metodologie di controllo. Nell'ambito delle metodologie utilizzate, i Consigli di Amministrazione delle Incorporande non hanno ravvisato la necessità di individuare criteri di importanza relativa nell'ambito delle suddette metodologie. Entrambi gli approcci appaiono ragionevoli e sono ugualmente riscontrabili nella prassi valutativa.

- Gli approcci metodologici adottati da ciascun Consiglio di Amministrazione risultano espressione della prassi valutativa e tecnica professionale corrente e di diffuso consenso anche in dottrina. Gli Amministratori delle Società hanno utilizzato, infatti, nell'ambito di un approccio metodologico integrato, metodi comunemente accettati e largamente condivisi per società con caratteristiche simili a quelle delle entità coinvolte nella Fusione. Lo sviluppo di una pluralità di metodi e la complementarietà dei criteri adottati hanno consentito un miglior apprezzamento dei risultati ottenuti, sottoponendo ad una verifica sostanziale gli intervalli dei rapporti di cambio individuati.
- Il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI, con il supporto del proprio *Advisor*, ha determinato un intervallo di rapporti di cambio derivante dall'applicazione del metodo principale, nonché rapporti di cambio medi per ciascuna delle metodologie di controllo sviluppate. I Rapporti di Cambio proposti dal Consiglio di Amministrazione ai fini della Fusione si collocano all'interno dell'intervallo di valori determinato con riferimento alla metodologia principale. Dall'approccio metodologico seguito dagli Amministratori di Fondiaria-SAI emerge che la scelta di utilizzare il metodo dei multipli di mercato, il metodo della regressione lineare e il metodo dell'*Embedded Value* esclusivamente con finalità di controllo deriva anche dalle caratteristiche e dai limiti impliciti ritenuti esistenti in detti metodi e, in particolare, dalla limitata comparabilità e volatilità dei metodi di mercato e dalla natura sostanzialmente statica di una valutazione effettuata con il metodo dell'*Embedded Value*, che, come precedentemente descritto al paragrafo 5., valorizza il solo portafoglio Vita esistente e non considera il *goodwill* derivante dallo sviluppo futuro del business Vita e Danni.
- I Rapporti di Cambio individuati dai Consigli di Amministrazione delle Incorporande e confermati dai propri *Advisor* si collocano, a loro volta, all'interno degli intervalli dei Rapporti di Cambio risultanti dall'insieme delle metodologie prescelte.
- I Rapporti di Cambio tengono conto anche degli accordi raggiunti, all'esito delle fasi negoziali, aventi ad oggetto i reciproci impegni che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione.
- I metodi di tipo analitico e quelli di mercato risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed analisti internazionali. In effetti, gli Amministratori delle Società hanno adottato sia criteri analitici, in grado di apprezzare le aspettative interne del *management* circa lo sviluppo dei flussi di reddito futuri e la dimensione patrimoniale espressa a valori correnti (quali il criterio *Dividend Discount Model* ed il criterio dell'*Embedded value*), sia criteri di mercato basati sugli apprezzamenti esterni dei mercati e degli analisti relativamente a società

comparabili (quali il metodo dei multipli di mercato e il metodo della regressione lineare). Tale approccio appare dunque in linea con la prassi e con la miglior tecnica professionale.

- La scelta di un approccio valutativo integrato basato sullo sviluppo di una pluralità di criteri appare nelle circostanze ragionevole e non arbitraria. Nell'applicazione dei metodi prescelti, gli Amministratori delle Società hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti propri di ciascuno di essi.
- L'approccio metodologico adottato dagli Amministratori delle Società ed il relativo sviluppo applicativo seguito hanno consentito di rispettare il criterio dell'omogeneità dei metodi di valutazione e quindi della confrontabilità dei valori ottenuti tramite l'applicazione dei suddetti metodi ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.
- Le valutazioni sono state predisposte in prospettiva di continuità aziendale e in un'ottica "*stand alone*", ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie e costi di integrazione derivanti dalla Fusione. Tale approccio risulta coerente con la dottrina e la prassi valutativa.
- Per quanto riguarda i metodi analitici, il criterio del *Dividend Discount Model*, impiegato dagli Amministratori di tutte le Società, rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, consente di tenere conto in modo omogeneo dei requisiti di patrimonializzazione ed è comunemente adottato in particolare in ambito finanziario. Gli Amministratori di Fondiaria-SAI hanno precisato di avere scelto tale metodologia con finalità di metodo principale "*in considerazione della sua flessibilità e capacità di cogliere le specificità di ciascuna società oggetto di fusione in termini di profittabilità, crescita, margine di solvibilità, livello di rischio e componenti patrimoniali*". Nelle Relazioni degli Amministratori e nei documenti di supporto predisposti dai rispettivi *Advisor* viene, inoltre, descritto il procedimento valutativo svolto da ciascun Consiglio, le motivazioni sottostanti e le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri utilizzati. Le scelte valutative effettuate dai Consigli di Amministrazione delle Società e le modalità di determinazione dei parametri dagli stessi adottati, riportati nel paragrafo 5. della presente relazione, risultano motivate, ragionevoli e in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa.
- Il metodo dell'*Appraisal Value*, criterio misto patrimoniale-reddituale che consiste nella sommatoria dell'*Embedded Value* e dell'avviamento che deriva dalla capacità dell'azienda di acquisire potenziali nuovi contratti, risulta comunemente adottato nella prassi valutativa in ambito assicurativo.
- Al fine di ottenere valutazioni comparabili per le stime dei rapporti di cambio, Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni hanno condiviso e uniformato la metodologia di calcolo del VIF e, in particolare, hanno considerato nel calcolo l'effetto dei plus/minusvalori latenti sul portafoglio titoli inclusi nelle gestioni separate, adottando un approccio ALM che stima l'evoluzione nel tempo del portafoglio assicurativo in essere e delle relative dinamiche di realizzo degli eventuali plus/minusvalori. In coerenza con tale approccio, sono stati considerati dagli Amministratori delle suddette società i conseguenti aggiustamenti all'ANAV in modo

da evitare che il valore dell'*Embedded Value* includesse effetti di duplicazione contabile tra il VIF e l'ANAV. L'approccio comune prescelto risulta correntemente applicato nella prassi professionale nell'ambito di valutazioni di compagnie assicurative, come confermato anche dall'attuario indipendente da noi incaricato.

- Nello sviluppo delle metodologie di mercato, il multiplo P/E e l'analisi della regressione lineare tra il rapporto P/TBV e la redditività netta attesa sul patrimonio tangibile sono indicatori comunemente accettati ed utilizzati sia a livello nazionale sia a livello internazionale e sono in linea con la prassi professionale in sede di valutazione di compagnie assicurative.
- L'esistenza di azioni di diversa categoria (ordinarie e risparmio) in Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni ha reso necessaria la determinazione del numero delle azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio in circolazione, ai fini del calcolo del valore unitario dell'azione ordinaria di Fondiaria-SAI e dell'azione ordinaria di Milano Assicurazioni per la stima dei Rapporti di Cambio. Come da prassi valutativa prevalente, la conversione a fini valutativi delle azioni di risparmio in azioni ordinarie equivalenti è stata effettuata dagli Amministratori delle Società con il supporto dei rispettivi *Advisor*, sulla base del rapporto implicito nei prezzi di borsa delle stesse azioni con riferimento ad un determinato arco temporale, ovvero, nel caso specifico, quello unicamente disponibile compreso tra il 6 agosto 2012 (giorno di ammissione a quotazione delle azioni di risparmio di categoria "B" di Fondiaria-SAI) ed il 14 dicembre 2012 (data di riferimento delle valutazioni relative).
- La metodologia adottata ai fini della determinazione del numero di azioni ordinarie equivalenti è stata condivisa dai Consigli di Amministrazione delle Società nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, nell'ottica di pervenire a valori omogenei e confrontabili volti alla determinazione dei Rapporti di Cambio. Come detto, tale metodologia risulta in linea con le indicazioni della dottrina e della prassi valutativa prevalenti.
- Come indicato nei paragrafi precedenti, le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione:
 - non considerano l'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti ordinari di Premafin e degli Azionisti di Risparmio di Milano Assicurazioni, in quanto non è possibile quantificarne gli effetti;
 - non considerano alcun impatto potenziale in termini di effetti diluitivi derivanti dall'emissione del Convertendo, tenuto conto che tale impatto non è allo stato stimabile in termini quantitativi;
 - non considerano i potenziali effetti della Dismissione, non essendo allo stato definite le modalità ed i tempi, nonché le condizioni economico-giuridiche di detto processo di Dismissione;
 - considerano il valore di esercizio dell'opzione *put-call* relativa ad Unipol Banca, il cui impegno sarà formalizzato nel contesto della Fusione;

- considerano l'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni di Euro 600 milioni, da eseguirsi prima del completamento della Fusione;
- considerano la distribuzione da parte di Unipol Assicurazioni di un dividendo pari a Euro 150 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione.

Tali assunzioni sono adeguatamente motivate nelle Relazioni degli Amministratori; le scelte valutative adottate dagli delle Società risultano, nelle circostanze, coerenti con tali assunzioni.

- La valutazione del capitale economico di Premafin è stata effettuata utilizzando il metodo del NAV con valorizzazione autonoma del principale asset detenuto, vale a dire la partecipazione in Fondiaria-SAI. Tale metodo è comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale e risulta idoneo in sede di valutazione di *holding* di partecipazioni. In particolare, il valore del principale asset della società, rappresentato dalla partecipazione in Fondiaria-SAI, è stato ottenuto moltiplicando il valore economico del capitale di Fondiaria-SAI, calcolato tramite l'applicazione dei metodi valutativi precedentemente indicati, per la quota di possesso azionario detenuto da Premafin. Inoltre, tenuto conto della natura dell'attività svolta da Premafin, è stato altresì applicato un cosiddetto *holding discount*, calcolato sulla base di quanto osservato per le società holding di partecipazioni europee. Tale passaggio valutativo è coerente con le indicazioni della dottrina nel caso di *holding* di partecipazioni. Le analisi da noi svolte sulla base della documentazione messa a nostra disposizione confermano altresì la ragionevolezza e non arbitrarietà delle modalità di calcolo dell'*holding discount*.
- Le scelte delle metodologie valutative effettuate dai Consigli di Amministrazione ai fini della determinazione del valore da attribuire alla partecipazione detenuta da Premafin in Fondiaria-SAI risultano ragionevoli ed in linea con la migliore dottrina e prassi valutativa.
- Ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio, gli Amministratori delle Società non hanno considerato la metodologia dei prezzi di borsa. Si può ritenere che tale impostazione non risulti irragionevole nelle circostanze, considerato che detta metodologia non è, nella fattispecie, applicabile in maniera omogenea a tutte le Società coinvolte nella Fusione. Infatti, Unipol Assicurazioni non è quotata e parte significativa delle azioni di Premafin non sono quotate (nello specifico le azioni ordinarie sottoscritte da UGF nell'ambito dell'Aumento di Capitale Premafin). Inoltre, l'elevata volatilità dei titoli delle società quotate partecipanti alla Fusione non consente di considerare la capitalizzazione di Borsa come rappresentativa del capitale economico delle stesse. Per le medesime ragioni, anche l'utilizzo del metodo del *consensus* dei prezzi obiettivo (*Target Price*) è da ritenersi scarsamente significativo ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio.
- La presenza di più *Advisor* a supporto di ciascuno dei Consigli di Amministrazione delle Società e l'utilizzo di diverse metodologie di valutazione hanno comportato la determinazione di una pluralità di risultati. Tali risultati, osservati complessivamente per tutti gli *Advisor*, vale a dire considerando tutte le Società partecipanti alla Fusione e tutti i metodi adottati, evidenziano una pluralità di valori economici e di *range* di

rapporti di cambio di diversa ampiezza, differenziati in relazione ai diversi metodi applicati e alle peculiarità delle scelte valutative adottate dai singoli *Advisor*. In qualità di esperto comune e per le finalità della presente relazione, abbiamo sviluppato analisi di sensitività e considerazioni autonome in ordine ai *range* dei rapporti di cambio determinati dai diversi *Advisor* al fine di individuare intervalli di sovrapposizione e aree di convergenza comuni.

- In particolare, tale nostra attività ha avuto ad oggetto l'osservazione dei *range* dei Rapporti di Cambio risultanti dal metodo principale del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI e dei *range* di Rapporti di Cambio risultanti dalle metodologie sviluppate con pari dignità dai Consigli di Amministrazione delle Incorporande. Abbiamo inoltre proceduto all'osservazione, per ciascun metodo considerato singolarmente, dei *range* di Rapporti di Cambio tra Fondiaria SAI e le Incorporande determinati dagli *Advisor* di tutte le Società. Le analisi di sensitività e le considerazioni autonome da noi elaborate, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società e dagli *Advisor*, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, dell'applicazione dei metodi prescelti, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori delle Società.
- I Rapporti di Cambio finali da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea degli Azionisti sono ricompresi nell'ambito degli intervalli di valori determinati dal Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI sulla base delle risultanze dell'applicazione della metodologia principale considerata, nonché nei *range* di valori determinati dai Consigli di Amministrazione delle Incorporande sulle base delle risultanze dell'applicazione dell'insieme delle metodologie rispettivamente adottate. La scelta del posizionamento finale all'interno dei *range* sopra richiamati deve essere complessivamente collocata nel contesto unitario dell'operazione e, in particolare, nel contesto delle negoziazioni e degli accordi intercorsi aventi ad oggetto i reciproci impegni come indicato nel precedente paragrafo 2. e della componente negoziale che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione.

11. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

(i) In merito alle difficoltà, ai limiti e agli aspetti di rilievo riscontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le complessità intrinseche in un'operazione di fusione che coinvolge quattro società, tre delle quali quotate, la pluralità di metodologie, approcci e ipotesi valutative adottate, i molteplici aspetti e circostanze che hanno caratterizzato lo svolgimento dell'ampio e articolato processo negoziale e valutativo iniziato dalle parti sin dai primi mesi del 2012, rappresentano obiettive difficoltà incontrate nell'espletamento del nostro incarico. Tali complessità hanno richiesto pertanto l'esame e la considerazione di un'ampia base di elementi informativi tra loro collegati e riferiti ad un ampio arco temporale, al fine di cogliere, in qualità di esperto comune e per le finalità della presente relazione, le peculiarità del Progetto di Integrazione per Fusione e dei Rapporti di Cambio proposti;

- l'esistenza di azioni di diversa categoria in Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni ha comportato la necessità di determinare il numero di azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio in circolazione. Come da prassi valutativa prevalente, la conversione a fini valutativi delle azioni di risparmio in azioni ordinarie equivalenti è stata effettuata dagli Amministratori delle Società, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, sulla base del rapporto implicito nei prezzi di borsa delle stesse azioni con riferimento ad un determinato arco temporale. Tale metodologia è stata condivisa dai Consigli di Amministrazione delle Società nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, nell'ottica di pervenire a valori omogenei e confrontabili volti alla determinazione dei Rapporti di Cambio. Tale metodologia risulta in linea con le indicazioni della dottrina e della prassi valutativa prevalenti. Nell'ambito delle nostre analisi di sensitività, abbiamo verificato le risultanze dell'approccio seguito dagli *Advisor* anche enucleando dal valore economico di Fondiaria-SAI la componente attribuibile alle azioni di risparmio di categoria A, sulla base della specifica prelazione alla distribuzione degli utili;
- come segnalato al precedente paragrafo 2., i Rapporti di Cambio sono stati determinati con riferimento alle situazioni contabili delle Società al 30 settembre 2012. Le Relazioni degli Amministratori sono state approvate in data 20 dicembre 2012 ed il Progetto di Fusione è stato depositato in data 23 gennaio 2013. L'ampio arco temporale trascorso tra le date di tali documenti e la data della presente relazione costituiscono una obiettiva difficoltà nell'espletamento del nostro incarico. Peraltro, per effetto del decorso del tempo, i dati economici e patrimoniali successivi al 30 settembre 2012 includono implicitamente gli effetti, non più scorporabili, derivanti dalle attività e dalla progressiva implementazione delle sinergie conseguenti all'integrazione organizzativa e gestionale delle Società nella struttura del Gruppo UGF;
- come indicato nei precedenti paragrafi, i Consigli di Amministrazione delle Società hanno incaricato i propri *Advisor* per l'emissione di *fairness opinion* sui Rapporti di Cambio proposti. Ciascun *Advisor*, nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, ha considerato assunzioni e ipotesi soggettive determinate nell'ambito del proprio autonomo processo di stima e pertanto differenziate rispetto a quelle degli altri *Advisor*. Tali scelte sono state peraltro applicate da ciascun *Advisor* in modo coerente ed omogeneo nelle valutazioni delle Società coinvolte nella Fusione. La pluralità di ipotesi e assunzioni applicate nell'ambito degli stessi metodi da parte di ciascun *Advisor* ha comportato, in qualità di esperto comune e tenuto conto del contesto unitario dell'operazione, l'analisi comparata e la considerazione complessiva delle scelte valutative adottate da tutti gli *Advisor*, al fine di esprimere un giudizio sulla ragionevolezza e non arbitrarietà dei metodi adottati;
- le stime effettuate dagli *Advisor* risentono delle specificità e dei limiti propri dei diversi metodi di valutazione utilizzati. In particolare, le diverse metodologie valutative applicate hanno richiesto in alcuni casi l'utilizzo di assunzioni ed ipotesi soggettive, applicate peraltro in maniera coerente ed omogenea alle Società;
- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione mediante metodologie analitiche si basano su previsioni economico-patrimoniali. I dati prospettici e le ipotesi

alla base di tali elaborazioni, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico;

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative largamente slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione delle metodologie valutative e, in particolare, dei metodi di mercato, può individuare, pertanto, valori differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
- la crisi finanziaria internazionale in atto ha manifestato e continua a manifestare impatti significativi sullo scenario macroeconomico e sul sistema finanziario in particolare. Considerate le sopra richiamate caratteristiche delle metodologie valutative sviluppate dai Consigli di Amministrazione non si può escludere che il perdurare della crisi e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile possano avere un impatto, anche significativo, sui valori economici determinati ai fini dell'operazione;
- i plus/minusvalori immobiliari utilizzati nell'applicazione dei metodi di valutazione, fanno riferimento ai dati contabili al 30 settembre 2012 ed ai valori di mercato desunti da perizie immobiliari relative al 31 dicembre 2011. Ai fini della determinazione dei Rapporti di Cambio, i Consigli di Amministrazione e gli *Advisor* hanno applicato un *range* di sensitività sui valori immobiliari periziati. Inoltre, come rappresentatoci dagli Amministratori di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni, l'analisi del portafoglio immobiliare, in corso alla data della loro Relazione e ad oggi completata, non ha generato effetti di rilevanza tale da richiedere modifiche ai Rapporti di Cambio. Infine, nell'ambito delle nostre attività per le finalità delle analisi di sensitività, abbiamo verificato gli esiti delle valutazioni immobiliari predisposte al 31 dicembre 2012;
- i valori del VIF e del NBV sono stati determinati sulla base di elaborazioni interne delle Società. Ai fini della presente relazione, abbiamo considerato la *fairness opinion* di un attuario indipendente da noi incaricato;
- i Rapporti di Cambio sono stati determinati dai Consigli di Amministrazione e dagli *Advisor* sulla base del numero e delle categorie azionarie esistenti alla data di riferimento delle valutazioni tenendo conto, in accordo alla metodologia valutativa sopra descritta, del numero delle azioni ordinarie equivalenti alle azioni di risparmio. In occasione dell'Assemblea Speciale degli Azionisti di risparmio di categoria A di Fondiaria-SAI del 26 marzo 2013 e dell'Assemblea ordinaria del 29 aprile 2013, il Rappresentante Comune degli Azionisti portatori di azioni di risparmio di categoria A ha sollevato rilievi in merito al presunto pregiudizio arrecato alla categoria per effetto del raggruppamento azionario deliberato dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti nel giugno 2012 e della riparametrazione dei diritti; pregiudizio che, a suo avviso, si

manifesterebbe in occasione della distribuzione di un dividendo ulteriore rispetto al dividendo privilegiato. La società, nel comunicato stampa del 26 marzo 2013, ha affermato che *"per le considerazioni diffusamente illustrate nel documento pubblicato in data 21 marzo 2013 corredato anche da pareri di autorevoli esperti in materia, il pregiudizio lamentato dagli azionisti di risparmio di categoria A è destituito di fondamento"*;

- esula ovviamente dall'oggetto della nostra attività ogni considerazione in ordine alle determinazioni dei Consigli di Amministrazione delle Società circa la struttura del Progetto di Integrazione e della Fusione, i relativi adempimenti, la tempistica e l'esecuzione dell'operazione stessa;
- dalla Relazione degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni assegnate in concambio, con conseguente piena facoltà dei destinatari delle predette azioni di riallocare le medesime sul mercato.

(ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti presupposti, che vengono assunti come elementi di base per le conclusioni della presente relazione:

- come indicato nei paragrafi precedenti, le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione:
 - non considerano l'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli Azionisti ordinari di Premafin e degli Azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni in quanto non è possibile quantificarne gli effetti;
 - non considerano alcun impatto potenziale in termini di effetti diluitivi derivanti dall'emissione del Convertendo, tenuto conto che tale impatto non è allo stato stimabile in termini quantitativi;
 - non considerano i potenziali effetti della Dismissione, non essendo allo stato definite le modalità ed i tempi, nonché le condizioni economico-giuridiche di detto processo di Dismissione;
 - considerano l'esercizio dell'opzione *put-call* relativa ad Unipol Banca che UGF e Fondiaria-SAI si sono impegnate a formalizzare nel contesto della Fusione;
 - considerano l'Aumento di Capitale Unipol Assicurazioni di Euro 600 milioni, da eseguirsi prima del completamento della Fusione;
 - considerano la distribuzione da parte di Unipol Assicurazioni di un dividendo pari a Euro 150 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione, come, peraltro, già avvenuto alla data della presente relazione.
- Ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*, comma 3, del Codice Civile, i Consigli di Amministrazione di ciascuna Società saranno chiamati a segnalare agli Azionisti in Assemblea e agli organi amministrativi delle altre Società le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il Progetto di Fusione è stato depositato presso la sede delle Società e la data prevista

per la decisione in ordine alla Fusione. Le Società ci hanno rappresentato, fornendoci al riguardo specifica attestazione, che, per quanto a conoscenza dei Consigli di Amministrazione, anche per le finalità dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del Codice Civile, alla data della presente relazione non sono intervenute modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo che comportino variazioni significative alle assunzioni sottostanti i Rapporti di Cambio, ivi incluse quelle contenute nei Piani. Gli Amministratori di Fondiaria-SAI e di Milano Assicurazioni ci hanno inoltre attestato che l'analisi del portafoglio immobiliare, in corso alla data della loro Relazione, e ad oggi completata, non ha generato effetti di rilevanza tale da richiedere modifiche ai Rapporti di Cambio. Con riferimento al provvedimento di sequestro preventivo disposto ai sensi degli artt. 321 e segg. C.p.p., notificato a Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni il 12 agosto 2013, gli Amministratori di Fondiaria-SAI ci hanno attestato che, alla data della presente relazione, ritengono che non sussistano elementi oggettivi rinvenibili nel citato provvedimento che consentano allo stato di formulare ipotesi affidabili sull'esito del predetto procedimento penale e che permettano quindi di ritenere probabile, ai sensi dei principi contabili IAS/IFRS, l'esborso a carico della società di un importo stimabile in maniera attendibile in conseguenza del predetto procedimento penale.

- La determinazione finale dei Rapporti di Cambio proposti dagli Amministratori delle Società, all'esito dell'applicazione delle metodologie dagli stessi prescelte con il supporto degli *Advisor*, deve essere complessivamente collocata nel contesto unitario dell'operazione e, in particolare, delle negoziazioni e degli accordi intercorsi, come illustrati nelle Relazioni degli Amministratori e richiamati al precedente paragrafo 2. della presente relazione, che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione stessa.

12. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente relazione, fermo restando quanto segnalato al precedente paragrafo 11. e, in particolare, avuto riguardo a quanto evidenziato al punto ii), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi *Advisor*, siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione dei rispettivi Rapporti di Cambio indicati nelle Relazioni degli Amministratori e nel Progetto di Fusione, pari a:

- numero 0,050 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;

- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria "B" di Fondiaria-SAI, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

Milano, 23 settembre 2013

Reconta Ernst & Young S.p.A.

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Enrico Marchi'.

Enrico Marchi
(Socio)