



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA
CON PARTI CORRELATE**

*(Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento operazioni con parti correlate approvato dalla Consob con
delibera n. 17221 del 12.3.2010)*

FUSIONE PER INCORPORAZIONE

DI

PREMAFIN FINANZIARIA S.P.A. - HOLDING DI PARTECIPAZIONI

UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A.

ed eventualmente, per quanto *infra* precisato

MILANO ASSICURAZIONI S.P.A.

IN

FONDIARIA-SAI S.P.A.

SOMMARIO

1. AVVERTENZE	4
1.1 RISCHI CONNESSI AI POTENZIALI CONFLITTI DI INTERESSE DERIVANTI DALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE	4
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALLA FUSIONE	6
2.1 DESCRIZIONE DELLE CARATTERISTICHE, MODALITÀ, TERMINI E CONDIZIONI DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE PER FUSIONE.....	6
2.2 INDICAZIONE DELLE PARTI CORRELATE CON CUI L'OPERAZIONE SARÀ POSTA IN ESSERE E DELLA NATURA DELLA CORRELAZIONE.....	16
2.3 INDICAZIONE DELLE MOTIVAZIONI ECONOMICHE E DELLA CONVENIENZA DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE PER FUSIONE PER LA SOCIETÀ.....	17
2.4 MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEI CONCAMBI E VALUTAZIONI CIRCA LA LORO CONGRUITÀ.....	20
2.5 ILLUSTRAZIONE DEGLI EFFETTI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI DELL'PROGETTO DI INTEGRAZIONE PER FUSIONE.....	33
2.6 INCIDENZA SUI COMPENSI DEI COMPONENTI DELL'ORGANO DI AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETÀ E/O DI SOCIETÀ DA QUESTA CONTROLLATE IN CONSEGUENZA DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE PER FUSIONE	36
2.7 EVENTUALI COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E DI CONTROLLO, DIRETTORI GENERALI E DIRIGENTI DELL'EMITTENTE COINVOLTI NEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE PER FUSIONE	37
2.8 DESCRIZIONE DELLA PROCEDURA DI APPROVAZIONE DEL PROGETTO DI INTEGRAZIONE PER FUSIONE	37

PREMESSA

Il presente documento informativo (“**Documento Informativo**”) ha ad oggetto il progetto di integrazione fra Gruppo Unipol e Gruppo Premafin/Fondiar-Sai, il quale prevede in particolare la fusione per incorporazione (“**Fusione**” o “**Operazione**”) in Fondiar-Sai S.p.A. (“**Fonsai**”, “**Società**”, o l’“**Incorporante**”) di Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni (“**Premafin**”), Unipol Assicurazioni S.p.A. (“**Unipol Assicurazioni**”) ed eventualmente (come *infra* precisato) Milano Assicurazioni S.p.A. (“**Milano Assicurazioni**” e, insieme a Premafin e Unipol Assicurazioni, le “**Incorporande**”).

In proposito, come reso noto al mercato, in data 20 dicembre 2012 i consigli di amministrazione di Fonsai e delle Incorporande hanno approvato il progetto di fusione ai sensi e per gli effetti dell’art. 2501-*ter* cod. civ. comprensivo dello statuto dell’Incorporante *post* Fusione ivi allegato (“**Progetto di Fusione**”), e le relazioni illustrative ai sensi e per gli effetti dell’art. 2501-*quinq*ues cod. civ.

In pari data, il consiglio di amministrazione di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (“**UGF**”), che controlla tutte le società partecipanti alla Fusione, con il parere favorevole del comitato istituito dallo stesso consiglio di amministrazione di UGF ai sensi del Regolamento Parti Correlate (come *infra* definito) e tenuto conto delle valutazioni degli *advisor* finanziari incaricati, ha condiviso i termini economici della Fusione ed espresso il proprio parere favorevole sull’interesse di UGF e dei suoi azionisti all’attuazione dell’Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni della medesima.

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Fonsai ai sensi dell’art. 5 del Regolamento approvato con delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato e integrato, recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate (il “**Regolamento Parti Correlate**”), nonché ai sensi dei *Principi di Comportamento per l’effettuazione di operazioni significative e procedure per l’effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiar-SAI S.p.A.* adottati da Fonsai (la “**Procedura**”).

Analogo documento è predisposto e pubblicato rispettivamente da Premafin, UGF e Milano Assicurazioni ai sensi del Regolamento Parti Correlate e delle procedure adottate da ciascuna delle predette società; a tal riguardo, si segnala che la redazione di tali documenti informativi è stata frutto anche di un costante confronto tra le società coinvolte nell’operazione, nonché con i rispettivi *advisor*, allo scopo di garantire ai rispettivi azionisti pari informativa in relazione ad aspetti fattuali del tutto coincidenti e comuni, e ciò al fine di fornire agli azionisti e al mercato rappresentazioni tra loro omogenee e coerenti.

Si segnala che la fusione si qualifica come “significativa” ai sensi dell’art. 70 del Regolamento adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni (il “**Regolamento Emittenti**”) e pertanto,

nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente, il Documento Informativo da redigere ai sensi dell'art. 70, sesto comma, del Regolamento Emittenti, contenente anche informazioni finanziarie *pro-forma*, verrà messo a disposizione degli azionisti almeno quindici giorni prima delle assemblee straordinarie dei soci che verranno convocate per l'approvazione della Fusione.

L'ulteriore documentazione prevista dalla normativa applicabile in relazione alla procedura di fusione sarà messa a disposizione degli azionisti di Fonsai nei modi e nei termini previsti ai sensi di legge e regolamento.

1. AVVERTENZE

1.1 *Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate*

Il consiglio di amministrazione di Fonsai, nominato in data 30 ottobre 2012, è formato dai seguenti componenti: Fabio Cerchiai, Pierluigi Stefanini, Carlo Cimbri, Francesco Berardini, Angelo Busani, Sergio Costalli, Ernesto Dalle Rive, Ethel Frasinetti, Vanes Galanti, Guido Galardi, Giampaolo Galli, Oscar Guidetti, Claudio Levorato, Maria Lillà Montagnani, Marco Minella, Milo Pacchioni, Marco Pedroni, Nicla Picchi e Barbara Tadolini. Tra questi, i consiglieri indipendenti Angelo Busani – in qualità di *Lead Coordinator* –, Barbara Tadolini e Giampaolo Galli sono stati designati, in data 5 novembre 2012, quali componenti del comitato di amministratori indipendenti non correlati chiamato ad esprimere il proprio parere vincolante in relazione al Progetto di Integrazione per Fusione (come *infra* definito) ai sensi dell'art. 6.2 della Procedura, già originariamente costituito dal consiglio di amministrazione della Società, ovviamente con una diversa composizione, a partire dal 29 gennaio 2012 (il “**Comitato Parti Correlate**”).

Nelle deliberazioni con cui, in data 20 dicembre 2012, il consiglio di amministrazione di Fonsai ha approvato, per quanto di propria competenza, il Progetto di Fusione, hanno dichiarato di essere portatori di un interesse ai sensi e per gli effetti dell'art. 2391 cod. civ. i seguenti consiglieri (per le ragioni di seguito illustrate):

- il Presidente del consiglio di amministrazione Fabio Cerchiai, in quanto ricopre la carica di Presidente del consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni;
- il Vicepresidente del consiglio di amministrazione Pierluigi Stefanini, in quanto ricopre le cariche di: (i) Presidente del consiglio di amministrazione di UGF; (ii) Presidente del consiglio di amministrazione di Premafin; (iii) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni; (iv) consigliere di Unipol Assicurazioni;
- l'Amministratore Delegato Carlo Cimbri, in quanto ricopre le cariche di: (i) Amministratore Delegato di UGF; (ii) Amministratore Delegato di Milano Assicurazioni; (iii) Amministratore Delegato di Unipol Assicurazioni; (iv) consigliere di Premafin. E' inoltre titolare di n. 210 azioni ordinarie UGF;

- il consigliere Francesco Berardini, in quanto ricopre le cariche di: (i) Vicepresidente di Unipol Assicurazioni; (ii) consigliere di UGF;
- il consigliere Sergio Costalli, in quanto ricopre la carica di consigliere di UGF;
- il consigliere Ernesto Dalle Rive, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di UGF; (ii) consigliere di Premafin; (iii) consigliere di Unipol Assicurazioni;
- il consigliere Vanes Galanti, in quanto ricopre le cariche di: (i) Presidente del consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni; (ii) consigliere di UGF;
- il consigliere Claudio Levorato, in quanto ricopre la carica di consigliere di UGF;
- il consigliere Marco Minella, in quanto ricopre la carica di consigliere di Unipol Assicurazioni;
- il consigliere Milo Pacchioni, in quanto ricopre la carica di consigliere di UGF;
- il consigliere Marco Pedroni, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di UGF; (ii) consigliere di Premafin; (iii) consigliere di Unipol Assicurazioni.

Si segnala altresì che, come appresso evidenziato, (aa) a seguito e per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Premafin (come di seguito definito), UGF controlla, oltre a Unipol Assicurazioni, anche Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, (bb) i consigli di amministrazione di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, come di seguito indicati, risultano composti da consiglieri in maggioranza espressione di UGF, pur nel rispetto della disciplina vigente in materia di nomina degli amministratori indipendenti. Fermo restando quanto precede, le attività relative alla determinazione dei concambi e degli ulteriori elementi giuridici ed economici del Progetto di Integrazione per Fusione (come *infra* definito) sono state effettuate nel rispetto della disciplina in materia di operazioni con parti correlate prevista, oltreché dalla Procedura, anche dalle procedure rispettivamente adottate da Premafin, UGF e Milano Assicurazioni.

Gli organi di amministrazione delle società partecipanti alla Fusione, alla data del presente Documento Informativo, sono così composti.

UGF

Il consiglio di amministrazione di UGF è composto dai seguenti membri: Pierluigi Stefanini, Piero Collina, Carlo Cimbri, Francesco Berardini, Sergio Betti, Rocco Carannante, Pier Luigi Celli, Sergio Costalli, Ernesto Dalle Rive, Vincenzo Ferrari, Jacques Forest, Vanes Galanti, Roger Iseli, Claudio Levorato, Adriano Turrini, Ivan Malavasi, Massimo Masotti, Enrico Migliavacca, Pier Luigi Morara, Milo Pacchioni, Marco Pedroni, Giuseppe Politi, Francesco Vella, Marco G. Venturi e Luca Zaccherini.

Unipol Assicurazioni

Il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni è composto dai seguenti membri: Vanes Galanti, Carlo Cimbri, Francesco Berardini, Maurizio Castellina, Piero Collina, Ernesto Dalle Rive, Fabrizio Davoli,

Vincenzo Ferrari, Roberto Giay, Enrico Migliavacca, Marco Minella, Giovanni Monti, Luigi Passuti, Marco Pedroni e Pierluigi Stefanini.

Premafin

Nell'assemblea ordinaria del 18 settembre 2012 è stato rinnovato il consiglio di amministrazione di Premafin, che è stato integrato, in data 13 novembre 2012, mediante cooptazione di tre amministratori non esecutivi in sostituzione di altrettanti amministratori dimissionari. Il rinnovato consiglio di amministrazione ha poi nominato, con riferimento alla Fusione, i consiglieri indipendenti chiamati a far parte dell'apposito comitato ai sensi del Regolamento Parti Correlate. Il consiglio di amministrazione di Premafin è composto dai seguenti membri: Pierluigi Stefanini, Piero Collina, Roberto Giay, Giovanni Antonelli, Rino Baroncini, Milva Carletti, Carlo Cimbri, Silvia Cipollina, Ernesto Dalle Rive, Marco Pedroni, Giovanni Ravaoli, Luigi Reale e Rossana Zambelli.

Milano Assicurazioni

Nell'assemblea ordinaria del 30 novembre 2012 è stato rinnovato il consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni. Il rinnovato consiglio ha poi nominato, con riferimento alla Fusione, i consiglieri indipendenti chiamati a far parte dell'apposito comitato ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura. Il consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni è composto dai seguenti membri: Carla Angela, Silvia Bocci, Gianluca Brancadoro, Fabio Cerchiai, Carlo Cimbri, Cristina De Benetti, Franco Ellena, Antonio Rizzi, Pierluigi Stefanini.

2. Informazioni relative all'operazione

2.1 *Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni del Progetto di Integrazione per Fusione*

In data 29 gennaio 2012, UGF e Premafin hanno stipulato un accordo (di seguito, l'“**Accordo di Investimento**”), integrato con accordi raggiunti per scambio di corrispondenza tra le parti in data 22/25 giugno 2012 (di seguito, gli “**Accordi Integrativi**”), avente a oggetto i reciproci impegni assunti con riguardo alla realizzazione di un progetto di integrazione per fusione tra Fonsai, Unipol Assicurazioni, Premafin ed, eventualmente, per i motivi più oltre illustrati, Milano Assicurazioni, con l'obiettivo di salvaguardare la solvibilità attuale e futura di Premafin e Fonsai 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 (di seguito, il “**Progetto di Integrazione per Fusione**”).

Fasi essenziali del Progetto di Integrazione per Fusione

Nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione – in attuazione di quanto previsto dall'Accordo di Investimento – sono state poste in essere le seguenti principali attività, tutte da considerarsi quali fasi essenziali ed inscindibili di detto Progetto di Integrazione per Fusione:

- l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di Fonsai di un aumento di capitale sociale per un ammontare di Euro 1.100 milioni, funzionale al proprio rafforzamento patrimoniale, in conformità con quanto richiesto dall'ISVAP con provvedimento in data 10 gennaio 2012 (l'“**Aumento di Capitale Fonsai**”);
- l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di UGF di un aumento di capitale sociale per un ammontare di Euro 1.100 milioni, finalizzato a dotare UGF delle risorse necessarie (i) per sottoscrivere l'Aumento di Capitale Premafin, come di seguito definito, e (ii) per dotare Unipol Assicurazioni delle risorse finanziarie e patrimoniali necessarie per concorrere, nel contesto della fusione, al rafforzamento patrimoniale di Fonsai;
- la predisposizione da parte di Premafin di un piano di risanamento della propria esposizione debitoria ex art. 67, terzo comma, lett. d), della legge fallimentare (di seguito, il “**Piano di Risanamento**”) e, conseguentemente, la ricapitalizzazione di Premafin attraverso un aumento di capitale riservato a UGF (di seguito, l'“**Aumento di Capitale Premafin**”);
- l'utilizzo da parte di Premafin delle risorse finanziarie derivanti dall'Aumento di Capitale Premafin al fine di consentire l'integrale sottoscrizione, da parte sua e della controllata Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti (“**Finadin**”), per le quote di rispettiva pertinenza, dell'Aumento di Capitale Fonsai;
- la fusione in Fonsai di Unipol Assicurazioni e Premafin, da considerarsi parte essenziale e irrinunciabile del Progetto di Integrazione per Fusione, alla quale è invitata a partecipare anche Milano Assicurazioni.

La fusione costituisce quindi parte integrante del più ampio Progetto di Integrazione per Fusione, nell'ambito e in funzione del quale:

- nei mesi di maggio, giugno e luglio 2012, UGF ha ottenuto:
 - (i) dalle autorità competenti (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, ISVAP, Banca d'Italia, Autorità di vigilanza estere), le esenzioni e le autorizzazioni necessarie per l'acquisto del controllo diretto su Premafin, e dunque del controllo indiretto su Fonsai e su Milano Assicurazioni, e
 - (ii) dalla Consob le esenzioni dal lancio dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria ai sensi e per gli effetti degli artt. 106, quinto comma, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUF**”), 45 e 49 del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificata (le “**Esenzioni**”);

- in data 19 luglio 2012, UGF ha sottoscritto e liberato complessive n. 1.741.239.877 azioni ordinarie Premafin – emesse a fronte dell’Aumento di Capitale Premafin deliberato dall’assemblea straordinaria di Premafin del 12 giugno 2012 – e, per l’effetto, UGF ha acquistato il controllo diretto su Premafin e dunque il controllo indiretto su Fonsai e su Milano Assicurazioni;
- in data 13 settembre 2012, è stata data esecuzione all’Aumento di Capitale Fonsai – deliberato dall’assemblea straordinaria di Fonsai del 27 giugno 2012 – con l’integrale sottoscrizione delle n. 916.895.448 azioni ordinarie Fonsai e delle n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria “B” Fonsai complessivamente offerte in opzione ai soci di Fonsai;
- nelle assemblee ordinarie del 18 settembre 2012, 30 ottobre 2012 e 30 novembre 2012, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni hanno proceduto, rispettivamente, al rinnovo dei propri consigli di amministrazione.

Con particolare riferimento a Fonsai, l’esecuzione della prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione ha rappresentato lo strumento per assicurare la necessaria ripatrimonializzazione prevista nel piano di intervento presentato a ISVAP in data 30 gennaio 2012 ai sensi dell’art. 227 del D. Lgs. 209/2005, in ottemperanza alle richieste pervenute da parte dell’Autorità di Vigilanza, riguardante le iniziative necessarie per ripristinare la situazione di solvibilità corretta e per garantire la solvibilità futura di Fonsai.

Nell’ambito del Progetto di Integrazione per Fusione è previsto che UGF sottoscriva e liberi, prima della data di stipula dell’atto di fusione, un aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per complessivi Euro 600 milioni. A tal fine, il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni ha deliberato, in data 28 novembre u.s., di sottoporre ad una convocanda assemblea straordinaria degli azionisti la proposta di aumentare il capitale sociale a pagamento, per un importo di Euro 600 milioni, da assegnare in opzione all’unico azionista UGF.

L’esecuzione del predetto aumento di capitale di Unipol Assicurazioni – funzionale al rafforzamento patrimoniale dell’Incorporante, in vista dei programmi di sviluppo e nell’ottica di mantenere stabilmente congrui i requisiti patrimoniali previsti dalla disciplina vigente – è comunque subordinata all’avveramento delle condizioni sospensive apposte, ai sensi di legge, al valido perfezionamento della fusione, e segnatamente: (i) all’ottenimento delle autorizzazioni alla fusione da parte dell’Autorità di Vigilanza, ai sensi e per gli effetti dell’art. 201 del D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (il “**Codice delle Assicurazioni Private**”) e del Regolamento ISVAP n. 14 del 18 febbraio 2008 (il “**Regolamento ISVAP sulle Operazioni Straordinarie**”), nonché delle ulteriori competenti Autorità di Vigilanza, italiane ed estere, ai sensi di ogni altra disposizione normativa applicabile; (ii) all’assunzione delle delibere di approvazione definitiva della fusione da parte degli organi societari competenti di ciascuna delle società coinvolte, secondo quanto previsto dal Progetto di Fusione; e (iii) alla mancata opposizione dei creditori nei termini di cui all’art. 2503 cod. civ. ovvero al superamento di dette opposizioni secondo le modalità ivi descritte. Più in particolare, si procederà all’esecuzione del predetto aumento di capitale di Unipol Assicurazioni una volta verificatesi le sopra indicate condizioni sospensive e prima della stipula dell’atto di fusione ai sensi dell’art. 2504 cod. civ.

Piano di Risanamento e fusione

Come sopra accennato, in data 30 marzo e 17 maggio 2012, il consiglio di amministrazione di Premafin ha approvato il Piano di Risanamento, la cui ragionevolezza è stata attestata in data 16 aprile e 18 maggio 2012 ai sensi di legge dall'esperto Dott. Ezio Maria Simonelli, coadiuvato dal prof. Stefano Caselli.

Il Piano di Risanamento, oltre a prevedere la ricapitalizzazione di Premafin attraverso l'esecuzione da parte di UGF dell'Aumento di Capitale Premafin finalizzato alla sottoscrizione, diretta ed indiretta (per il tramite della controllata Finadin), della quota di propria pertinenza dell'Aumento di Capitale Fonsai, assume altresì la contestuale ridefinizione dei termini e delle condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin in grado di risanare l'esposizione debitoria di Premafin e di riequilibrare dal punto di vista economico-finanziario la società.

In attuazione di quanto previsto nel Piano di Risanamento, Premafin e le proprie banche creditrici hanno sottoscritto il 13 giugno 2012 un accordo di ristrutturazione del debito di Premafin (l'“**Accordo di Ristrutturazione**”).

Tra i termini e le condizioni dell'Accordo di Ristrutturazione è previsto che, successivamente alla data di efficacia civilistica della fusione, una *tranche* del debito ristrutturato (che per effetto della Fusione passerà in capo all'Incorporante) venga trasformato per Euro 201,8 milioni in un prestito obbligazionario convertendo – destinato alle banche creditrici di Premafin, esclusa GE Capital (le “**Banche Finanziatrici**”) quanto a Euro 134,3 milioni e ad UGF quanto a Euro 67,5 milioni – che potrà (all'esito positivo delle negoziazioni fra UGF e Premafin, da un lato, e le Banche Finanziatrici, dall'altro lato) essere previamente destinato in opzione ai soci dell'Incorporante *post* Fusione, 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 (detto prestito obbligazionario, da offrire alle Banche Finanziatrice/UGF e/o in opzione ai soci dell'Incorporante *post* Fusione, di seguito, il “**Convertendo**”).

Con riferimento al Convertendo – le cui obbligazioni frutteranno un interesse annuo lordo calcolato in modo tale che il valore teorico delle obbligazioni alla data di emissione, definito sulla base dei parametri di mercato, sia almeno pari al valore nominale unitario delle stesse – 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 dall'undicesimo giorno di negoziazione successivo alla data di efficacia civilistica della fusione, incrementata di un premio del 10%. 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). Inoltre, è previsto che: (i) si proceda alla conversione automatica del prestito prima della scadenza in caso di riduzione, per qualsiasi motivo, del margine di solvibilità disponibile della Incorporante *post* Fusione al di sotto del margine di solvibilità richiesto per almeno sei mesi; (ii) il debitore possa estinguere il debito

mediante rimborso del finanziamento, e (iii) in alternativa al predetto rimborso, la conversione del debito in azioni dell'Incorporante *post* Fusione avvenga automaticamente il 31 dicembre 2015.

A seguito della conversione in azioni del Convertendo, si determinerà un effetto diluitivo sul capitale dell'Incorporante in circolazione. Tale effetto non può tuttavia essere stimato al momento in termini quantitativi in quanto esso è funzione del prezzo di conversione, oggi non noto. Al fine di evitare tale effetto diluitivo, nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione (come *infra* definito) UGF, anche per conto di Unipol Assicurazioni, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, hanno condiviso di avviare con le Banche Finanziatrici apposite negoziazioni al fine di far sì che il Convertendo venga offerto previamente in opzione agli azionisti dell'Incorporante *post* Fusione.

In coerenza con quanto precede: (i) lo statuto dell'Incorporante *post* Fusione allegato al Progetto di Fusione rifletterà l'esistenza di una delega *ex art.* 2420-*ter* e *ex art.* 2443 cod. civ. che verrà attribuita agli amministratori dell'Incorporante *post* Fusione per deliberare l'emissione del Convertendo ed il corrispondente aumento di capitale, e pertanto (ii) prima dell'efficacia civilistica della fusione, l'assemblea straordinaria di Fonsai chiamata ad approvare il Progetto di Fusione sarà altresì chiamata ad approvare la predetta delega art. 2420-*ter* cod. civ. e *ex art.* 2443 cod. civ. in conformità con quanto illustrato.

Opzione *put* e opzione *call* sulla partecipazione in Unipol Banca S.p.A.

Nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione (come *infra* definito) è stata altresì pattuita la concessione da parte di UGF a Fonsai di un'opzione di vendita (opzione *put*) sulla partecipazione detenuta da Unipol Assicurazioni in Unipol Banca S.p.A. 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 Fonsai 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. UGF e Fonsai hanno confermato la volontà di formalizzare tale impegno, nei termini sopra indicati, nel contesto della Fusione.

Dismissioni previste nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione

In conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF sul Gruppo Fonsai – perfezionatosi, come detto, in data 19 luglio 2012 attraverso la sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale Premafin – in ottemperanza a quanto richiesto dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (nel prosieguo, "AGCM") con provvedimento n. 23678 del 19 giugno 2012 caso C11524 (il "Provvedimento"), è prevista la dismissione da parte del Gruppo Assicurativo Unipol (di seguito, il "Gruppo Unipol") di società e/o uno o più rami d'azienda composti, tra l'altro, da marchi, contratti di assicurazione di agenzia, infrastrutture e risorse per garantire l'operatività dei rami stessi, per un importo totale di circa Euro 1,7 miliardi di premi, come indicato *infra* (nel prosieguo, la "Dismissione").

Sulla base degli impegni assunti con l'AGCM, la Dismissione riguarda le partecipazioni di controllo detenute da Milano Assicurazioni in Liguria Assicurazioni S.p.A. e Liguria Vita S.p.A. e i compensi 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".

Allo stato il Gruppo Unipol e KPMG Advisory S.p.A., *advisor* incaricato per la procedura di Dismissione, stanno ponendo in essere tutte le attività funzionali alla puntuale identificazione del perimetro degli *assets* oggetti della Dismissione e all'avvio della relativa procedura.

La procedura di Dismissione si articolerà in un contesto competitivo a cui verranno invitati i principali operatori industriali italiani ed esteri e gli investitori finanziari che risultino interessati.

Si ricorda altresì che, in data 4 ottobre 2012, UGF ha presentato ricorso dinanzi al Tribunale Amministrativo per il Lazio per l'annullamento, previa sospensione degli effetti, del Provvedimento, nonché di ogni altro atto anteriore o conseguente o, comunque, allo stesso connesso, con specifico riferimento ad alcuni profili delle misure prescritte dall'AGCM che, ad avviso di UGF, sono da ritenersi eccessivamente gravose rispetto agli impegni presentati dal Gruppo Unipol ed ai precedenti della stessa autorità.

All'esito dell'udienza tenutasi in data 30 ottobre 2012, il TAR, a fronte della rinuncia da parte di UGF alle misure cautelari, ha fissato l'udienza per l'esame nel merito al 24 aprile 2013. Nel frattempo, la procedura di Dismissione proseguirà senza soluzione di continuità.

Alla luce di tutto quanto precede, si prevede che la Dismissione possa essere completata a valle dell'efficacia civilistica della fusione.

Profili societari e regolamentari della Fusione

Come detto, la Fusione sarà realizzata attraverso l'incorporazione di Premafin, Unipol Assicurazioni ed, eventualmente, Milano Assicurazioni, in Fonsai.

Anche a seguito della Fusione l'Incorporante manterrà l'attuale oggetto sociale di Fonsai.

Posto che la clausola dell'oggetto sociale di Premafin consente alla società di operare sia come *holding* in grado di spaziare da un settore economico-industriale all'altro, sia direttamente nel campo immobiliare, mentre la clausola dell'oggetto sociale di Fonsai è necessariamente e per legge limitata allo svolgimento esclusivo dell'attività assicurativa, agli azionisti di Premafin che non abbiano concorso alle deliberazioni sulla Fusione – che, come detto, è parte integrante ed essenziale del Progetto di Integrazione per Fusione – spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, primo comma, lett a), cod. civ. Con riguardo all'individuazione dei soggetti che, ad avviso delle società partecipanti alla Fusione, debbono essere considerati come soggetti che hanno concorso alle suddette deliberazioni si rimanda a quanto previsto dagli Accordi Integrativi e debitamente comunicato al mercato.

La Fusione per incorporazione di Milano Assicurazioni in Fonsai verrà sottoposta all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che verrà appositamente convocata ai sensi degli artt. 146, primo comma, lett. b), del TUF e 2376 cod. civ.

Ciò dipende dalla circostanza che in sede di Fusione agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni saranno offerte in concambio azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai. In conseguenza di tale assegnazione, all'esito della Fusione gli azionisti di Milano Assicurazioni verrebbero a percepire il loro privilegio di priorità solo dopo il pagamento del privilegio di priorità in favore degli azionisti titolari di azioni di risparmio di categoria "A" di Fonsai, dandosi luogo a un pregiudizio di diritto indiretto, di natura qualitativa, della categoria degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni considerato rilevante ai fini della ricorrenza dei presupposti applicativi degli artt. 146, primo comma, lett. b), del TUF e 2376 cod. civ.

Si evidenzia che l'assegnazione con godimento regolare agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni di azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai munite di diritti equivalenti a quelli spettanti alle azioni già in circolazione, implica che tali azioni di nuova assegnazione beneficerebbero del cumulo quale in concreto spetta e spetterà alle azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai e non del cumulo attualmente previsto per le azioni di risparmio di Milano Assicurazioni.

A tale riguardo, come detto, si segnala 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 dell'Incorporante. Con riferimento alle azioni di risparmio di categoria "B" Fonsai, si segnala che: (i) in considerazione del numero esiguo di azioni di risparmio di categoria "A" di Fonsai in circolazione, l'incidenza economica del privilegio di priorità spettante alle azioni di risparmio di categoria "A" di Fonsai non sarà particolarmente significativa, risultando contenuta entro l'ammontare massimo di circa Euro 8,3 milioni per ciascun esercizio (fermo restando il cumulo maturato o che potrebbe in futuro maturare), (ii) il privilegio economico individuale per azione che spetterebbe agli attuali azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni in caso di concambio con le azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai risulterebbe migliorativo rispetto a quello attualmente spettante alle azioni di risparmio di Milano Assicurazioni e (iii) sulla base dell'attuale piano industriale dell'Incorporante *post* Fusione, l'incremento dell'utile di esercizio di quest'ultima dovrebbe compensare, nella prospettiva degli azionisti di risparmio di categoria "B" di Fonsai, l'assorbimento del dividendo privilegiato attribuito in priorità alle azioni di risparmio di categoria "A" di Fonsai.

Qualora l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la Fusione di Milano Assicurazioni in Fonsai, si procederà in ogni caso alla Fusione di Premafin e di Unipol Assicurazioni in Fonsai. Qualora, invece, la predetta assemblea speciale di Milano dovesse approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fonsai, agli azionisti di risparmio di Milano che non abbiano concorso alle deliberazioni sulla Fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, primo comma, lett g), cod. civ.

La circostanza che, nella Fusione, Fonsai incorpori la propria controllante Premafin, nonché, eventualmente, la propria controllata Milano Assicurazioni, produce alcuni riverberi sulle modalità di assegnazione delle azioni Fonsai che verranno attribuite in concambio. Ciò in quanto sia Premafin che Milano Assicurazioni detengono azioni Fonsai, e dunque, per effetto della Fusione, l'Incorporante si troverebbe a detenere ulteriori azioni proprie ai sensi e per gli effetti dell'art. 2357-bis, primo comma, n. 3), cod. civ.

Al fine di evitare un incremento del numero di azioni proprie detenute da Fonsai per effetto della Fusione, il Progetto di Fusione prevede che le azioni detenute dalle Incorporande nell'Incorporante vengano riassegnate in concambio ai soci delle Incorporande in dipendenza della Fusione, senza che esse risultino mai acquisite al patrimonio dell'Incorporante. Di conseguenza, l'aumento di capitale di Fonsai che occorrerà a servizio del concambio sarà al netto delle assegnazioni predette.

Dunque, una volta determinato, in applicazione dei rapporti di cambio individuati, il numero complessivo di azioni Fonsai da assegnare agli azionisti delle Incorporande in dipendenza della Fusione, si procederà a servire i concambi assegnando:

- anzitutto, tutte le azioni Fonsai eventualmente di proprietà delle Incorporande (che verranno dunque redistribuite agli azionisti delle Incorporande a servizio dei concambi senza che esse risultino mai acquisite al patrimonio di Fonsai come azioni proprie), mentre
- per l'eccedenza, le ulteriori azioni necessarie per soddisfare i rapporti di cambio riverranno da un aumento del capitale ordinario ed, eventualmente, del capitale di risparmio, di Fonsai a servizio della Fusione.

Più precisamente, è previsto che Fonsai emetta al servizio della Fusione: (aa) fino ad un massimo di n. 1.632.878.373 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, e fino ad un massimo di n. 55.430.483 nuove azioni di risparmio di categoria "B", senza indicazione del valore nominale, tutte con godimento regolare, oppure, (bb) nel caso in cui l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la Fusione, fino ad un massimo di n. 1.392.668.836 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, tutte con godimento regolare.

L'emissione delle nuove azioni, ordinarie e di risparmio di categoria "B", avverrà a fronte di un aumento di capitale pari ad Euro 0,565 per ogni nuova azione emessa, e così a fronte di un aumento di capitale pari a massimi Euro 953.894.503,64. ⁽¹⁾ ⁽²⁾

Contestualmente al perfezionamento della Fusione si procederà pertanto:

- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie di Premafin;
- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie di Unipol Assicurazioni;
- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie e di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni, tenuto conto di quanto illustrato al paragrafo 10 che segue, partecipi alla Fusione);
- all'annullamento di tutte le azioni proprie eventualmente detenute dalle Incorporande;
- all'annullamento di tutte le azioni eventualmente detenute dalle Incorporande nelle altre Incorporande.

Le azioni dell'Incorporante da attribuire in concambio saranno messe a disposizione degli azionisti di Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni secondo le procedure previste per l'assegnazione delle azioni in regime di dematerializzazione. Nell'ambito delle modalità di assegnazione delle azioni dell'Incorporante sarà messo a disposizione degli azionisti delle Incorporande, per il tramite degli intermediari autorizzati, un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni di nuova emissione spettanti in applicazione dei rapporti di cambio, ai prezzi di mercato e senza aggravio di spese, bolli o commissioni. In ogni caso nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

Lo statuto dell'Incorporante che entrerà in vigore alla data di efficacia civilistica della Fusione conterrà una serie di ulteriori modifiche all'attuale statuto sociale di Fonsai, consistenti:

- (aa) nella modifica degli articoli 1 ("Denominazione"), 2 ("Sede"), 5 ("Misura del capitale"), 7 ("Assemblee degli azionisti"), 9 ("Convocazione"), 10 ("Assemblea ordinaria e straordinaria. Assemblee speciali"), 12 ("Votazioni"), 13 ("Consiglio di amministrazione"), 14 ("Cariche sociali"),

⁽¹⁾ L'ammontare massimo dell'aumento di capitale sociale dell'Incorporante è stato determinato al lordo dell'assegnazione delle azioni Fonsai di proprietà delle Incorporande prevista a servizio dei concambi. Di conseguenza, nel caso in cui alla data di efficacia civilistica della fusione il numero di azioni Fonsai possedute dalle Incorporande rimanesse quello attuale e non vi fossero ulteriori incrementi o decrementi partecipativi in capo alle Incorporande medesime, il numero di azioni ordinarie dell'Incorporante da emettere a servizio dei concambi sarebbe pari a massime n. 1.330.340.830, a fronte di un aumento di capitale complessivo dell'Incorporante (i.e. comprensivo delle azioni ordinarie e di risparmio "B" di nuova emissione) di massimi Euro 782.960.791,85.

⁽²⁾ L'ammontare massimo dell'aumento di capitale sociale dell'Incorporante nell'ipotesi in cui l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione è stato determinato al lordo dell'assegnazione delle azioni Fonsai di proprietà delle Incorporande prevista a servizio dei concambi. Di conseguenza, nel caso in cui alla data di efficacia civilistica della Fusione il numero di azioni Fonsai possedute dalle Incorporande rimanesse quello attuale e non vi fossero ulteriori incrementi o decrementi partecipativi in capo alle Incorporande medesime, il numero di azioni ordinarie dell'Incorporante da emettere a servizio dei concambi sarebbe pari a massime n. 1.090.231.118, a fronte di un aumento di capitale complessivo dell'Incorporante di massimi Euro 615.980.581,67.

15 (“Riunioni del consiglio”), 18 (“Comitato esecutivo”), 19 (“Informazioni al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale”), 24 (“Nomina e retribuzione”), 27 (“Ripartizione degli utili”), 29 (“Competenza territoriale”);

(bb) nell’introduzione di un nuovo art. 5 (“Gestione sociale”), con conseguente rinumerazione degli articoli successivi;

(cc) nell’introduzione nell’art. 6 (“Misura del capitale”) – come rinumerato a seguito dell’introduzione di cui al precedente alinea (bb) – della delega ex artt. 2420-ter e 2443 cod. civ. che verrà attribuita agli amministratori dell’Incorporante *post* Fusione per deliberare l’emissione del Convertendo ed il corrispondente aumento di capitale; e

(dd) nella soppressione dell’attuale art. 8 (“Intervento e rappresentanza nell’assemblea”) e nel trasferimento del suo contenuto nell’art. 10, come riformulato (“Intervento e rappresentanza nell’Assemblea”).

Saranno inoltre effettuate talune modifiche meramente formali o di coordinamento rispetto agli interventi illustrati in precedenza.

Dal punto di vista regolamentare, poiché tre delle quattro società partecipanti alla Fusione sono imprese assicuratrici, l’Operazione verrà sottoposta all’approvazione dell’ISVAP ai sensi e per gli effetti degli artt. 201 del Codice delle Assicurazioni Private e degli artt. 23 e ss. del Regolamento ISVAP sulle Operazioni Straordinarie. Ai sensi delle disposizioni primarie e secondarie richiamate, l’ISVAP dispone di 120 giorni dalla data di presentazione dell’istanza per autorizzare il Progetto di Fusione, salva eventuale interruzione.

A ciò si aggiunga che, poiché per effetto della Fusione muteranno gli assetti proprietari, diretti o indiretti, di alcune società assicuratrici estere e/o bancarie partecipate dalle Incorporande, si renderanno necessarie le comunicazioni alle, e le autorizzazioni delle, competenti autorità.

Sarà inoltre necessario richiedere alla COVIP l’approvazione preventiva delle modifiche - direttamente conseguenti alla Fusione - ai regolamenti dei prodotti di previdenza complementare attualmente gestiti sia dall’incorporante che dalle compagnie Incorporande.

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 dell’art. 2501-*quater* del cod. civ. – dai Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla Fusione che hanno approvato il Progetto di Fusione.

In data 7 dicembre 2012, il Tribunale di Torino ha designato Reconta Ernst & Young S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere la relazione sulla congruità dei rapporti di cambio ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 2501-*sexies* cod. civ.

La tempistica della Fusione è, in linea di principio e ferme restando le variazioni che si renderanno necessarie per esigenze regolamentari, la seguente:

- immediatamente a ridosso della data di approvazione del Progetto di Fusione, presentazione all'ISVAP, da parte delle società partecipanti alla Fusione, dell'istanza congiunta di autorizzazione alla fusione, corredata da tutta la necessaria documentazione;
- successivamente, presentazione (i) alla COVIP, da parte delle compagnie partecipanti alla Fusione, dell'istanza per l'approvazione delle modifiche ai regolamenti di gestione dei prodotti previdenziali che si rendano necessarie in conseguenza della Fusione e (ii) alle Autorità di Vigilanza estere esercitanti attività di vigilanza sulle società del Gruppo di diritto estero indirettamente interessate dalla Fusione medesima delle istanze per l'ottenimento delle approvazioni richieste dalla normativa applicabile;
- nel più breve tempo tecnicamente possibile (e salve comunque le esigenze regolamentari sopra previste), ottenimento dell'autorizzazione alla Fusione e conseguente adozione delle delibere di approvazione definitiva della Fusione;
- fermo restando il rispetto del termine di sessanta giorni di cui all'art. 2503 cod. civ. nel rispetto delle modalità ivi indicate, stipula dell'atto di Fusione comunque entro la fine dell'esercizio 2013.

La Fusione potrà essere perfezionata anche con più atti e/o in più fasi e resta comunque subordinata all'ottenimento delle autorizzazioni da parte dell'ISVAP e delle altre autorità competenti nonché alla permanenza delle Esenzioni.

Viene allegata al presente Documento Informativo, *sub doc. 1*, la relazione illustrativa degli amministratori ex art. 2501-quinquies cod. civ., quale approvata dal consiglio di amministrazione di Fonsai in data 20 dicembre 2012. Si precisa al riguardo che tale relazione è suscettibile di modifiche e integrazioni non sostanziali prima della sua pubblicazione in vista dell'assemblea che sarà convocata per deliberare in merito al Progetto di Fusione, previa approvazione dell'ISVAP.

2.2 *Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione sarà posta in essere e della natura della correlazione*

Alla data del Documento Informativo, l'Incorporante e le Incorporande sono controllate, direttamente e indirettamente, da UGF, la quale controlla tutte le società partecipanti alla Fusione. In particolare UGF detiene una partecipazione:

- (i) diretta, pari al 100% del capitale sociale ordinario di Unipol Assicurazioni;
- (ii) diretta, pari all'80,93% del capitale sociale ordinario di Premafin;
- (iii) diretta e indiretta, pari al 41,94% del capitale sociale ordinario di Fonsai; più precisamente, la partecipazione diretta è pari al 4,9% del capitale sociale ordinario di Fonsai e quella indiretta, per il tramite di Premafin, è pari al 37,02% del capitale sociale ordinario di Fonsai (di cui il 4,17% detenuto da Finadin);

(iv) indiretta, tramite Fonsai, pari al 63,40% del capitale sociale ordinario di Milano Assicurazioni, al netto delle azioni proprie detenute da Milano Assicurazioni.

Quanto alla composizione dei consigli di amministrazione di UGF, Unipol Assicurazioni, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, si rimanda a quanto già indicato nel precedente paragrafo 1.

Alla luce di quanto sopra, Premafin deve essere considerata “parte correlata” di Fonsai ai sensi dell’art. 3.1, lett. a) della Procedura, dal momento che direttamente e indirettamente, anche attraverso società controllate, esercita il controllo di fatto sulla Società ai sensi dell’art. 2359, primo comma, n. 2), cod. civ.. Parimenti, anche Unipol Assicurazioni deve essere considerata “parte correlata” di Fonsai ai sensi dell’art. 3.1, lett. a) della Procedura, dal momento che Unipol Assicurazioni e la Società risultano sottoposte al comune controllo di UGF.

Da ultimo, anche Milano Assicurazioni deve essere considerata parte correlata di Fonsai ai sensi del richiamato art. 3.1, lett. a) della Procedura in quanto Fonsai esercita su quest’ultima il controllo di diritto, ai sensi dell’art. 2359, primo comma, n. 1) cod. civ.

La Fusione si qualifica come operazione di “maggiore rilevanza” ai sensi della Procedura in quanto le sue caratteristiche sono tali da ritenere ampiamente superate le soglie di “rilevanza” di cui all’art. 6 della Procedura.

2.3 *Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza del Progetto di Integrazione per Fusione per la Società*

La Fusione costituisce passaggio essenziale ed integrante del Progetto di Integrazione per Fusione e persegue, nel contesto di tale complessiva operazione, 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.

La prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione si è completata con l’esecuzione dell’Aumento di Capitale Premafin, perfezionato in data 19 luglio 2012 con la sottoscrizione dell’aumento riservato da parte di UGF, e con l’esecuzione dell’Aumento di Capitale Fonsai, completato in data 13 settembre 2012 tramite la sottoscrizione delle azioni Fonsai rimaste inoplate da parte di un Consorzio di Garanzia formato da banche (quanto alle azioni ordinarie) e di UGF (quanto alle azioni di risparmio di categoria B).

Le parti hanno quindi avviato l’*iter* necessario per sottoporre la proposta di fusione alle rispettive assemblee, ponendo in essere le opportune ulteriori attività istruttorie e negoziali.

Con specifico riferimento a Fonsai, il complessivo Progetto di Integrazione per Fusione ha rappresentato, come accennato, lo strumento per assicurare la necessaria e urgente ripatrimonializzazione della Società in conformità alle richieste avanzate dall’Autorità di Vigilanza.

Si rammenta in proposito che i risultati dell’esercizio 2011 avevano evidenziato una situazione di *deficit* patrimoniale di Fonsai, alla luce della quale l’ISVAP, ai sensi dell’applicabile disciplina di vigilanza

assicurativa in materia di margine di solvibilità, aveva richiesto alla stessa Società di presentare tempestivamente un piano di risanamento che consentisse di ripristinare il rispetto dei necessari margini.

A tal proposito, nel piano di intervento trasmesso all'ISVAP in data 30 gennaio 2012 ai sensi dell'art. 227 del Codice delle Assicurazioni Private, riguardante le iniziative necessarie per ripristinare la situazione di solvibilità corretta e per garantire la solvibilità futura, Fonsai aveva espressamente indicato che l'Aumento di Capitale Fonsai, strumentale alla necessaria ripatrimonializzazione, si inseriva, quale passaggio funzionale ed integrante, nel più ampio ambito dell'Progetto di Integrazione per Fusione.

Proprio in esecuzione della prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione è stato infatti integralmente sottoscritto l'Aumento di Capitale Fonsai, che si è perfezionato come detto in data 13 settembre 2012.

Per altro verso, come si dirà meglio nel prosieguo, il Progetto di Integrazione per Fusione offre la prospettiva della creazione di significative sinergie industriali, suscettibili di produrre valore, in un orizzonte di medio-lungo periodo, per tutti gli azionisti di Fonsai.

In aggiunta, la prospettata Fusione, pur considerata isolatamente rispetto alle altre componenti del Progetto di Integrazione per Fusione, comporta – anche al netto degli effetti dell'incorporazione di Premafin e dei costi stimati dell'eventuale esercizio del diritto di recesso degli azionisti della stessa Premafin e degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni – un incremento del margine di solvibilità prospettico di Fonsai *post* Fusione, come attualmente stimabile al 31 dicembre 2012.

Più nel dettaglio, il Progetto di Integrazione per Fusione è volto a perseguire i seguenti principali obiettivi:

(aa) in primo luogo, 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 nel contempo di realizzare il salvataggio e il rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fonsai;

(bb) in termini di governo, migliorare e razionalizzare l'attività di direzione e coordinamento sulla società assicurativa risultante dalla Fusione. Difatti, sebbene alla data odierna UGF già eserciti direttamente la direzione e coordinamento su Fonsai 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;

(cc) 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 che mira a consolidare la propria posizione competitiva nel mercato assicurativo, per redditività, qualità del servizio al cliente ed innovazione. Tale visione potrà essere raggiunta attraverso tre direttrici di lavoro principali miranti a:

- la ristrutturazione del *business* delle società assicurative del Gruppo Fonsai, 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 che 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;

Tali direttrici di lavoro sono state sviluppate nei mesi scorsi, nell'ambito della predisposizione del piano industriale 2013 – 2015 congiunto, da parte del *management* delle società coinvolte nella Fusione con il supporto di un primario *advisor* industriale indipendente. In particolare le analisi predisposte hanno portato a definire:

- una stima di sinergie realizzabili a regime al 2015 pari a circa Euro 350 milioni;
- una puntuale identificazione delle azioni previste nel piano industriale congiunto finalizzate alla realizzazione degli obiettivi economico-finanziari contemplati nel suddetto piano;

(dd) 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 l'obiettivo di accrescere valore per tutti i soci;

(ee) 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 (che, nel caso di specie, sono particolarmente elevati dato che i soggetti in questione sono in gran parte quotati e regolamentati) 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;

(ff) inoltre, sviluppare iniziative commerciali delle società partecipanti alla Fusione anche attraverso l'uso di segni distintivi che riflettano il valore aggiunto rappresentato dalla realtà aggregata;

(gg) ancora, consentire un miglior coordinamento nell'offerta dei prodotti, valorizzando gli elementi di complementarietà dei servizi offerti, con la conseguente possibilità di offrire sul mercato una più ampia gamma di servizi e prodotti;

(hh) 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;

(ii) infine, anche nell'ottica degli azionisti di risparmio in generale – ivi 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.

2.4 Modalità di determinazione dei concambi e valutazioni circa la loro congruità

Il consiglio di amministrazione della Società si è avvalso di *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità ed esperienza in questo tipo di operazioni ai fini della determinazione degli elementi economici della Fusione e segnatamente di Goldman Sachs International (“**Goldman Sachs**”), e Citigroup Global Markets Limited (“**Citi**”), (quest’ultimo *advisor* finanziario del Comitato Parti Correlate). Fonsai si è avvalsa inoltre, in relazione all’esame delle metodologie valutative utilizzate e delle risultanze dell’attività valutativa, della consulenza del prof. Mario Cattaneo.

Di seguito sono indicati anche gli *advisor* finanziari scelti dalla altre società partecipanti alla Fusione, e segnatamente:

- per UGF e per Unipol Assicurazioni, Lazard, Gualtieri e Associati e J.P. Morgan Limited (quest’ultimo *advisor* del Comitato Parti Correlate UGF);
- per Premafin, Leonardo & Co. S.p.A. e il Prof. Maurizio Dallochio (quest’ultimo anche *advisor* finanziario del Comitato Parti Correlate Premafin); e
- per Milano Assicurazioni, Rothschild S.p.A. e il Prof. Angelo Provasoli.

Tutti i predetti *advisor* sono stati individuati in virtù dei loro requisiti di comprovata capacità, professionalità ed esperienza in questo genere di operazioni, idonei allo svolgimento dell’incarico e a supportare le società nelle determinazioni relative alla valutazione della congruità dei rapporti di cambio e della convenienza e correttezza dell’operazione, avuto anche riguardo alla complessità della struttura della Fusione. Si è tenuto altresì conto dell’ampiezza e articolazione delle attività svolte dagli stessi nel complesso delle loro organizzazioni, della pluralità della clientela e della loro reputazione conseguita in generale in Italia e nel mondo.

In particolare, il consiglio di amministrazione di Fonsai, nel corso della riunione del 29 gennaio 2012, ha deliberato unanime di estendere, con riferimento all’assistenza nell’attività di studio e esecuzione della prospettata integrazione con il Gruppo Unipol, il mandato all’*advisor* finanziario Goldman Sachs, già incaricato in precedenza dal consiglio di amministrazione stesso di fornire assistenza alle attività finalizzate al rafforzamento patrimoniale del Gruppo Fondiaria-Sai, delegando l’Amministratore Delegato e il Direttore Generale a negoziare le condizioni economiche dell’incarico ed a sottoscrivere il relativo mandato.

Nella medesima riunione consiliare, il consiglio di amministrazione di Fonsai ha deliberato unanime di autorizzare il Comitato Parti Correlate, nominato in quella sede, a individuare, a proprio insindacabile giudizio, un proprio *advisor* finanziario che supportasse il lavoro del Comitato stesso.

Il Comitato Parti Correlate ha, come detto, individuato come proprio *advisor* Citi, il quale ha iniziato a svolgere il proprio incarico a far data dall’8 febbraio 2012.

Tutti i predetti *advisor* hanno esaurientemente rappresentato i propri rapporti con Premafin, Fonsai e le altre società del Gruppo Fonsai e hanno ritenuto di poter prestare l'attività richiesta nel contesto dell'operazione con autonomia e indipendenza.

Goldman Sachs ha rappresentato alla società che il proprio gruppo svolge una ampia serie di attività e di servizi e che la stessa Goldman Sachs, fondi ovvero altri soggetti in cui Goldman Sachs potrebbe investire o con cui potrebbe investire, potrebbero in qualsiasi momento detenere posizioni lunghe o corte e investimenti in titoli, strumenti derivati, finanziamenti, *commodities*, valute, *credit default swaps* ed altri strumenti finanziari della Società, di UGF, delle Incorporande e di ogni altra società del gruppo cui queste appartengono, o qualsiasi valuta o *commodity* che potrebbero essere coinvolti nel Progetto di Integrazione per Fusione per conto proprio e per conto di clienti.

Goldman Sachs ha operato in qualità di consulente finanziario della Società in relazione, ed ha preso parte, alle discussioni con UGF, Milano Assicurazioni e Premafin relativamente a taluni aspetti del Progetto di Integrazione per Fusione. Goldman Sachs ha ricevuto un compenso e si aspetta di ricevere un ulteriore compenso per l'incarico svolto in relazione al Progetto di Integrazione e ha fornito in passato servizi come banca di investimento alla Società, ad UGF ed alle società del gruppo cui le stesse appartengono, per i quali la divisione di *Investment Banking* ha ricevuto, e potrà ricevere, un compenso.

Infine, Goldman Sachs potrebbe fornire in futuro servizi come banca di investimento a UGF, alla Società, e alle altre società del gruppo Unipol per i quali la divisione di *Investment Banking* potrebbe ricevere compensi.

Goldman Sachs ha rappresentato alla Società la propria *policy* interna che prevede l'adozione di specifici presidi organizzativi per garantire la segregazione delle informazioni sensibili acquisite nell'ambito dello svolgimento delle proprie attività, al fine di evitare potenziali situazioni di conflitto di interesse.

Quanto a Citi, l'*advisor* ha agito come consulente finanziario di Fonsai e del Comitato Parti Correlate in relazione al Progetto di Integrazione per Fusione e per i suddetti servizi, ivi incluso il rilascio di una *fairness opinion*, ha ricevuto o riceverà un compenso.

Citi ha reso noto che le proprie società affiliate (inclusa Citigroup Inc. e le sue affiliate) possono aver fornito in passato o possono attualmente prestare servizi a Fonsai, UGF, Milano Assicurazioni e Premafin, incluse le rispettive controllate, estranei al prospettato Progetto di Integrazione, e pertanto, per tali servizi, Citi e le suddette società affiliate possono aver ricevuto o potrebbero ricevere un compenso.

Citi ha inoltre precisato che, nel normale svolgimento della propria attività, la stessa Citi e le proprie società affiliate possono attivamente assumere delle posizioni di trading o detenere titoli di Fonsai, UGF, Milano Assicurazioni e Premafin per conto proprio o per conto dei rispettivi clienti e, di conseguenza, con riferimento a tali titoli, possono, in qualsiasi momento, detenere sia posizioni lunghe che corte.

Citi ha quindi rappresentato alla Società di adottare procedure interne al fine di assicurare che le informazioni ricevute nello svolgimento dei propri servizi siano conservate all'interno dello specifico gruppo

di lavoro e ha, da ultimo, confermato di essere in possesso dei requisiti di indipendenza al momento del rilascio della propria *fairness opinion*.

Nella riunione del 20 dicembre 2012, il consiglio di amministrazione di Fonsai, dopo aver esaminato le relazioni degli *advisor* finanziari e avendo condiviso e fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dagli stessi ai fini della determinazione del rapporto di cambio, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato Parti Correlate nominato ai sensi della Procedura, ha approvato i rapporti di cambio tra azioni Fonsai e azioni delle Incorporande in base ai quali si procederà alla assegnazione delle azioni della Incorporante di cui appresso.

In particolare, tenuto conto dei *range* di valutazione fissati dagli *advisor* finanziari, il consiglio di amministrazione di Fonsai ha provveduto a determinare i rapporti di cambio nella seguente misura:

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

Nel caso in cui l’assemblea speciale di Milano Assicurazioni non approvi la Fusione gli altri rapporti di cambio rimarranno invariati. Non sono previsti conguagli in denaro.

Si ricorda che nello scambio di corrispondenza intervenuto tra UGF, anche per conto di Unipol Assicurazioni, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni principalmente nel periodo tra il 23 maggio e 13 giugno, 2012 (nel prosieguo, 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: 10,70%;
- Altri azionisti Premafin: 0,85%.

Nelle attività di valutazione successive allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, come meglio precisato in seguito, si è tenuto conto, fra l’altro, degli eventi medio tempore intervenuti (*inter alia*, acquisizione del controllo del Gruppo Premafin, perfezionamento dell’Aumento di Capitale Premafin e dell’Aumento di Capitale Fonsai) nonché – prima del completamento della Fusione – dell’aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per Euro 600 milioni e del previsto pagamento da parte di quest’ultima di un

dividendo di Euro 150 milioni in considerazione dei risultati economici 2012.

Tenuto conto dei rapporti di cambio indicati nel Progetto di Fusione si rappresenta che le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante *post* Fusione sono indicate nella tabella che 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%

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione è stata effettuata in funzione delle caratteristiche delle società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. In linea generale il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima per le società coinvolte nella Fusione. Ciò comporta la selezione di criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio.

Nel caso di specie, alla luce dell'operatività delle società e della prassi valutativa relativa ad operazioni similari in Italia ed all'estero, Goldman Sachs ha individuato come metodologia di valutazione principale per Fonsai, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni:

– il *Dividend Discount Model* (“DDM”),

e come metodologie di valutazione di controllo:

– il Metodo dei Multipli di Mercato;

– l'Analisi di Regressione;

– il Metodo dell'*Embedded Value* armonizzato.

Per ciascuna metodologia di valutazione, il valore del capitale economico di Premafin è stato stimato sulla base del *Net Asset Value* (“NAV”) al 30 settembre 2012 basato sul rispettivo valore della partecipazione in

(*) La percentuale partecipativa di UGF al capitale ordinario dell'Incorporante *post* Fusione indicata nella tabella di cui al testo tiene conto esclusivamente delle azioni ordinarie di Fonsai emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei rapporti di cambio relativi alla fusione, senza tener conto delle azioni Fonsai già direttamente detenute da UGF alla data della presente relazione, pari a circa il 4,9%.

Fonsai ed al netto di un *holding discount* calcolato sulla base dell'*holding discount* osservato per le società holding di partecipazione europee.

Dividend Discount Model (“DDM”)

Questa 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.

Il metodo del DDM ipotizza che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

- a. flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti tenendo conto di un margine di solvibilità ritenuto consono per lo svolgimento dell'attività stessa;
- b. valore terminale (“VT”) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo (“g”).

Al fine di calcolare il valore della prima componente si è proceduto alla stima dei dividendi attesi per ciascuna società sulla base dei piani industriali 2012-2015 ed un margine di solvibilità target del 120% per tutte le società, escludendo il beneficio sul margine di solvibilità concesso dal Regolamento ISVAP n. 43 del 12 luglio 2012.

Poiché la valutazione delle attività immobiliari è stata effettuata separatamente (per le ragioni descritte nel successivo paragrafo denominato “*Limiti dell’analisi e difficoltà di valutazione*”), come aggiustamento finale al valore derivante dall’applicazione del DDM, l’utile netto a piano industriale è stato corretto escludendo tutte le componenti relative al comparto immobiliare, ovvero le plusvalenze/minusvalenze ed il margine operativo afferenti al portafoglio immobiliare e realizzati lungo l’arco del piano. Inoltre il piano industriale di Unipol Assicurazioni è stato corretto per tener conto del futuro rendimento della cassa derivante dall’aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione.

L’attualizzazione dei flussi di dividendi futuri è stata effettuata utilizzando un costo del capitale (K_e), stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = \text{Tasso } risk\ free + \text{Beta} * \text{Premio per il rischio}$$

Dove:

- il tasso *risk free* adottato è il rendimento del BTP decennale della Repubblica Italiana;
- il Beta è il fattore di correlazione tra il rendimento di un’azione ed il rendimento del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto al mercato). La sua stima è basata su un campione di società comparabili che, date le differenze nel modello di *business* di Milano Assicurazioni rispetto a Fonsai ed Unipol Assicurazioni è stato differenziato tra i) società di assicurazioni danni e *multi-line* europee relativamente a Fonsai ed Unipol Assicurazioni e ii) società di assicurazioni danni europee relativamente a Milano Assicurazioni;

- il premio per il rischio indica l'extra rendimento richiesto dal mercato azionario italiano rispetto al tasso *risk free* ed è calcolato sulla base di una serie storica di lungo periodo.

La stima del Valore Terminale è stata effettuata applicando il modello Gordon Growth di rendita perpetua all'utile distribuibile nel 2015, calcolato tenendo conto della crescita del margine di solvibilità richiesto e quindi del rispetto dei requisiti patrimoniali nel lungo termine. L'attualizzazione del Valore Terminale è stata effettuata sulla base dello stesso costo del capitale (K_e) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di dividendi futuri.

Il valore economico delle società oggetto di Fusione calcolato come somma del valore attuale dei flussi di dividendi futuri e del Valore Terminale è stato successivamente aggiustato per i seguenti elementi:

- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio immobiliare al netto dell'effetto fiscale e ricomprese in un *range* che tiene conto delle plusvalenze/minusvalenze riconducibili a immobili strumentali e immobili che non generano reddito in base a dati elaborati dalle singole società oggetto di Fusione;
- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli, al netto dell'effetto fiscale e dell'effetto stimato dello *Shadow Accounting* come elaborato dalle società oggetto di Fusione, come se tutti gli investimenti in titoli fossero classificati come disponibili per la vendita (*AFS*) in modo tale da allineare il diverso trattamento contabile delle diverse società oggetto di Fusione.

Metodo dei Multipli di Mercato

Il Metodo dei Multipli di Mercato è basato sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono poi applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze delle società oggetto di Fusione, al fine di stimarne il relativo valore economico.

L'individuazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi è stata condotta sulla base della prassi di mercato, delle caratteristiche proprie del settore assicurativo e della maggiore confrontabilità delle metriche stesse tra le società appartenenti ai rispettivi campioni di riferimento. A tal fine è stato selezionato il multiplo P/E (ovvero il rapporto tra la capitalizzazione di mercato di una società ed il suo utile netto) quale maggiormente significativo.

Nel caso in esame, è stato ritenuto opportuno identificare due distinti campioni di società comparabili in funzione delle peculiarità del modello di *business* delle società in esame; uno per Fonsai ed Unipol Assicurazioni (in particolare società di assicurazioni danni e *multiline* europee) ed un altro per Milano Assicurazioni (società di assicurazioni danni europee).

Sebbene nessuna delle società incluse nei campioni di riferimento sia perfettamente comparabile con le società oggetto di Fusione, le prime svolgono, anche se parzialmente, attività simili alle ultime, pur

differendo in alcuni casi per mercati di riferimento, prospettive di crescita, margine di solvibilità, leva e dimensione delle attività.

Per ciascuna delle società costituenti il campione è stato calcolato il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e la stima IBES dell'utile netto relativo agli anni 2013 (dal primo gennaio al 31 dicembre 2013) e 2014 (dal primo gennaio al 31 dicembre 2014).

Questi multipli sono poi stati applicati all'utile netto relativo al 2013 e 2014 delle società oggetto di Fusione, aggiustato per elementi straordinari e per Unipol Assicurazioni per il rendimento sulla cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione.

Analisi di Regressione

Il metodo dell'Analisi di Regressione stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica della società considerata (espressa nel caso specifico dal *Return on Average Tangible Equity*, o "RoATE") ed il relativo multiplo della capitalizzazione di Borsa sul *Tangible Book Value* ("P/TBV").

Sono stati quindi selezionati 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.

Il RoATE 2013 e 2014 delle società oggetto di Fusione utilizzato per stimare, sulla base dell'Analisi di Regressione, il multiplo P/TBV da applicare ai rispettivi TBV al 30 settembre 2012 è stato calcolato utilizzando l'utile netto di ciascuna società da piano industriale aggiustato per elementi straordinari e nel caso di Unipol Assicurazioni per il rendimento sulla cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione.

Per garantire uniformità con il campione di società comparabili: i) il TBV delle società oggetto di Fusione utilizzato è quello riportato da ciascuna società al 30 settembre 2012 senza aggiustamenti patrimoniali, eccetto per Unipol Assicurazioni, il cui TBV è stato corretto per l'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione, al netto del dividendo da Euro 150 milioni da distribuirsi prima del completamento della Fusione; ii) 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 industriali; per Unipol Assicurazioni utili sono stati inoltre corretti per il rendimento sulla cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione.

Metodo dell'*Embedded Value* Armonizzato

Questo metodo di valutazione stima il valore economico di una società, in ipotesi di liquidazione, come la somma di due componenti:

- l'*Adjusted Net Asset Value* Armonizzato ("ANAV Armonizzato")

- il *Value in Force* Armonizzato (“VIF” Armonizzato), ovvero il valore attuale dei flussi di cassa generati dal portafoglio assicurativo Vita esistente.

L’ANAV Armonizzato è calcolato come il *Tangible Book Value* riportato al 30 settembre 2012 da ciascuna società oggetto di Fusione, aggiustato per

- 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 Armonizzato;
- effetto temporale relativo all’utilizzazione delle attività fiscali differite;
- relativamente ad Unipol Assicurazioni, l’aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della Fusione, al netto del dividendo da Euro 150 milioni da distribuirsi prima del completamento della Fusione.

Il calcolo dell’*Embedded Value* Armonizzato, utilizzato ai fini dell’analisi, è stato realizzato seguendo una metodologia condivisa dalle diverse società oggetto di Fusione, 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 Armonizzato, fornito dalle rispettive società oggetto di Fusione, secondo una politica di *Asset-Liability management* (“ALM”) piuttosto che nel calcolo dell’ANAV Armonizzato.

Assunzioni ai fini delle valutazioni

La data delle situazioni patrimoniali approvate e utilizzate dalle società partecipanti alla Fusione ai sensi e per gli effetti dell’art. 2501-*quater* cod. civ. è il 30 settembre 2012.

Ai fini delle presenti valutazioni si assume che la Dismissione produca i propri effetti dopo la data di efficacia civilistica della Fusione.

Nell’applicazione delle valutazioni sopra menzionate, il consiglio di amministrazione ha adottato le seguenti ipotesi:

- le società oggetto di Fusione sono state valutate in un’ottica *stand alone*, ovvero senza tener conto delle potenziali sinergie e costi di ristrutturazione risultanti dall’integrazione;
- il valore del capitale economico afferente agli azionisti risparmio di Fonsai e Milano Assicurazioni relativamente al valore del capitale economico afferente agli azionisti ordinari di Fonsai e Milano Assicurazioni rispettivamente, è stato calcolato sulla base della media ponderata per i volumi dei prezzi ufficiali di Borsa dal 6 agosto 2012 (primo giorno di quotazione in Borsa delle azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante) al 14 dicembre 2012. Questa scelta è stata adottata al fine di tener conto nelle valutazioni del premio/sconto a cui storicamente le azioni di risparmio sono state scambiate sui mercati regolamentati rispetto alle rispettive azioni ordinarie;

- Unipol Assicurazioni eseguirà un aumento di capitale pari a Euro 600 milioni prima del completamento della Fusione;
- Unipol Assicurazioni distribuirà un dividendo pari a Euro 150 milioni prima del completamento della Fusione;
- ai fini delle valutazioni si è assunto che la Dismissione produca i propri effetti dopo la data di efficacia civilistica della Fusione;
- le valutazioni assumono il mancato esercizio del diritto di recesso da parte i) degli azionisti ordinari di Premafin e ii) degli azionisti risparmio di Milano Assicurazioni;
- le valutazioni non considerano alcun impatto potenziale relativo all'emissione del Convertendo;
- i dati di mercato utilizzati ai fini dell'analisi sono stati aggiornati al 14 dicembre 2012.

Limiti dell'analisi e difficoltà di valutazione

Il consiglio di amministrazione di Fonsai è giunto alla determinazione del rapporto di cambio a seguito di una ponderata valutazione relativa delle società oggetto di Fusione, anche avvalendosi della consulenza degli *advisor* finanziari. Tali valutazioni devono ad ogni modo essere considerate alla luce di alcuni limiti e difficoltà di seguito sintetizzati:

- 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 ha tenuto conto delle caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale;
- le proiezioni economico-finanziarie contenute nei piani industriali delle società oggetto di Fusione 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, economico e finanziarie delle società oggetto di Fusione e delle società comparabili utilizzate in alcune metodologie valutative;
- con riferimento al portafoglio di attività immobiliari, si è riscontrata una mancanza di uniformità valutativa nella determinazione delle plusvalenze/minusvalenze latenti tra Fonsai e Milano Assicurazioni da un lato ed Unipol Assicurazioni dall'altro. È tuttora in corso una dettagliata analisi del portafoglio immobiliare di ciascuna società oggetto di Fusione, la cui conclusione potrebbe generare delle risultanze diverse dalle stime relative alle plusvalenze/minusvalenze latenti utilizzate ai fini delle attuali 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 oggetto di Fusione (a titolo esemplificativo si cita che un ammontare significativo del portafoglio investimenti di Unipol Assicurazioni è classificato come crediti o come attivi detenuti fino a scadenza, conseguentemente eventuali scostamenti tra il valore di carico e il valore di mercato non sono riflessi nel patrimonio netto);

- nel caso della metodologia principale, si è pertanto 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 oggetto di Fusione 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 oggetto di Fusione) 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 si è assunto che i piani industriali, approvati dai rispettivi consigli di amministrazione, incorporino ipotesi di riserve adeguate e omogenee per tutte le società oggetto di Fusione.

Elementi intervenuti successivamente allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione che hanno inciso sulle valutazioni

Nelle attività di valutazione successive allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione si è tenuto conto degli eventi *medio tempore* intervenuti (*inter alia*, acquisizione del controllo del Gruppo Premafin-Fonsai da parte di UGF, perfezionamento dell'Aumento di Capitale Premafin e dell'Aumento di Capitale Fonsai), nonché – prima del completamento della Fusione – dell'aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per Euro 600 milioni 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 riserva 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.

Detti tre elementi hanno avuto un impatto favorevole sulla valutazione di Unipol Assicurazioni rispetto a Fonsai e Milano. 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.

Sintesi dei risultati

Vengono sintetizzati nella seguente tabella i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione sopra descritte ai fini della determinazione dei rapporti di cambio

Metodologia di Valutazione	Intervalli di Rapporto di Cambio
<i>Dividend Discount Model</i> – Metodologia principale	
Numero azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Prema fin	[0,041 – 0,065]
Numero azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,431 – 1,736]
Numero azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,319 – 0,347]
Numero azioni di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,516 – 0,561]
Metodologie di Controllo	Punto Medio dell'Intervallo di Rapporto di Concambio
Metodo dei Multipli di Mercato	
Numero azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Prema fin	[0,037]
Numero azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,917]

Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,338]
Numero azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,547]
Analisi di Regressione	
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Prema fin	[0,049]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,681]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,323]
Numero azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,522]
Metodo dell’ <i>Embedded Value</i> Armonizzato	
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin	[0,022]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,761]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione	[0,366]

ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	
Numero azioni di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione)	[0,592]

Le metodologie utilizzate dalle altre società partecipanti alla Fusione sono illustrate nei rispettivi documenti informativi e relativi allegati (comprensivi di *fairness opinion*), che illustrano altresì la congruità dei concambi cui sono pervenuti i rispettivi Consigli di Amministrazione anche sulla base dei pareri dei propri comitati parti correlate e dei propri *advisor*, che hanno tutti confermato la congruità dal punto di vista finanziario dei concambi medesimi nella prospettiva di tutti gli azionisti delle società partecipanti all'Operazione.

Vengono allegati al presente Documento Informativo *sub doc. 2* la *fairness opinion* predisposta dall'*advisor* Goldman Sachs. e *sub doc. 3* il parere metodologico del Prof. Mario Cattaneo.

Per quanto riguarda l'attività svolta dall'*advisor* Citi, si segnala che questo, nel compiere le proprie valutazioni, ha adottato le seguenti metodologie:

- *Embedded Value*;
- Metodo dei Flussi di Dividendo Attualizzati;
- Metodo dei multipli di mercato di società comparabili;
- Metodo dell'analisi di regressione.

All'esito delle proprie analisi, Citi ha ritenuto che gli ipotetici rapporti di cambio siano quelli illustrati di seguito:

Tabella 1 – Range selezionati relativamente al rapporto di concambio come risultanti dalle analisi finanziarie di Citi

	Rapporto di concambio teorico			
	 Unipol ASSICURAZIONI	 MILANO ASSICURAZIONI Ordinaria	 PREMAFIN FIDUCIARIA holding di partecipazioni	 MILANO ASSICURAZIONI Risparmio
Range Selezionato	1.249-1.568x	0.274-0.349x	0.026-0.078x	0.443-0.565x

Inoltre, sulla base e nei limiti di quanto descritto nella propria relazione, Citi è pervenuta alla conclusione che il corrispettivo della Fusione che verrà ricevuto da Fonsai nella sua qualità di società incorporante, per come questa è stata prevista nel progetto di Fusione, sia nel caso di fusione tra Fonsai e Premafin, Unipol

Assicurazioni e Milano Assicurazioni che in caso di fusione tra Fonsai e Premafin e Unipol Assicurazioni sia congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Fonsai diversi da Premafin.

Copia della relazione finale predisposta da Citi è acclusa al parere del Comitato Parti Correlate allegato *sub* doc. 4 al presente Documento Informativo.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari del Progetto di Integrazione per Fusione

La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-bis, cod. civ. dall'iscrizione dell'atto di Fusione presso il Registro delle Imprese della sede dell'Incorporante, 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 1° gennaio dell'anno in cui la Fusione produrrà i propri effetti civilistici *ex art.* 2504-bis cod. civ. Dalla data di efficacia contabile decorreranno anche gli effetti fiscali.

Per quanto concerne gli aspetti patrimoniali, giova qui ribadire che, nel contesto del Progetto di Integrazione per Fusione, la Fusione è lo strumento attraverso cui il margine di solvibilità dell'Incorporante non solo rientrerà stabilmente nei limiti previsti dalle disposizioni regolamentari, ma potrà altresì beneficiare di un duraturo rafforzamento per effetto dell'ulteriore risorse che saranno apportante dalle società partecipanti alla Fusione e delle sinergie che si genereranno all'esito della stessa.

Per effetto dei rapporti di cambio indicati in precedenza, gli azionisti dell'Incorporante verranno ad acquisire le seguenti percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante medesima:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni	Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni
UGF	61,00% ⁽³⁾	68,29% ⁽⁴⁾
Altri azionisti PREMAFIN	0,85%	0,97%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	n.a.
Altri azionisti FONSAI	27,46%	30,74%

⁽³⁾ La percentuale partecipativa di UGF al capitale ordinario dell'Incorporante *post* fusione indicata nella tabella di cui al testo tiene conto esclusivamente delle azioni ordinarie di Fonsai emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei rapporti di cambio relativi alla fusione, senza tener conto delle azioni Fonsai già direttamente detenute da UGF alla data del presente parere. L'indicazione della partecipazione rilevante detenuta direttamente e indirettamente da UGF nel capitale sociale (ordinario e complessivo) dell'Incorporante *post* fusione è contenuta nella tabella successivamente indicata nel testo.

⁽⁴⁾ V. nota precedente.

Inoltre, assumendo che (i) l'attuale assetto proprietario di Fonsai e delle Incorporande rimanga invariato alla data di efficacia della Fusione, (ii) l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni approvi la Fusione e, pertanto, Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione, e (iii) gli azionisti di Premafin non esercitino il diritto di recesso, l'assetto del capitale sociale di Fonsai *post* Fusione sarà il seguente:

Azionista	Quota % sul capitale ordinario	Quota % sul capitale rappresentato da azioni di risparmio di categoria "B"	Quota % sul capitale complessivo
UGF	63,00% ⁽⁵⁾	63,79% ⁽⁶⁾	63,09% ⁽⁷⁾
Altri azionisti PREMAFIN	0,85%	n.a.	0,73%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	14,70%	11,26%
Altri azionisti FONSAI	25,46%	21,51%	24,92%

Nel caso in cui l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni non approvi la Fusione e, pertanto, Milano Assicurazioni non partecipi alla Fusione, ad esito della Fusione l'assetto del capitale ordinario di Fonsai sarà il seguente:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario	Percentuale sul capitale complessivo
UGF	70,53% ⁽⁸⁾	71,08% ⁽⁹⁾
Altri azionisti PREMAFIN	0,97%	0,84%
Altri azionisti FONSAI	28,50%	28,08%

Si ricorda inoltre che, come già comunicato al mercato, sempre in data 20 dicembre 2012 i Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla Fusione hanno approvato anche il piano industriale congiunto dell'Incorporante 2013-2015 (di seguito, il "**Piano Industriale Congiunto**").

⁽⁵⁾ La percentuale partecipativa di UGF al capitale sociale dell'Incorporante *post* Fusione tiene conto (i) delle azioni ordinarie di Fonsai emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei rapporti di cambio, e (ii) delle azioni ordinarie e di categoria "B" Fonsai direttamente possedute da UGF alla data del presente Documento Informativo (incluse quelle acquistate in sede di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Fonsai), mentre (iii) non tiene conto delle azioni proprie Fonsai direttamente o indirettamente possedute da Fonsai *post* Fusione.

⁽⁶⁾ La percentuale partecipativa di UGF tiene conto dell'avvenuta sottoscrizione da parte di UGF delle azioni di risparmio di categoria "B" Fonsai emesse in sede di Aumento di Capitale Fonsai lo scorso settembre 2012 e rimaste inopstate al termine dell'offerta in opzione.

⁽⁷⁾ Vedi note precedenti.

⁽⁸⁾ Vedi nota precedente.

⁽⁹⁾ Vedi nota precedente.

Il Piano Industriale Congiunto è stato redatto congiuntamente dal *management* di tutte le società coinvolte nella Fusione, con il supporto di un primario *advisor* industriale.

La metodologia che è stata adottata per la costruzione del Piano Industriale Congiunto si compone delle seguenti fasi:

- aggiornamento dei piani *stand alone* predisposti dal *management* delle quattro società partecipanti alla Fusione ed approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione nel corso del primo trimestre 2012, per riflettere i risultati conseguiti nei primi nove mesi dell'esercizio 2012, includendo alcune società delle quali era stata inizialmente prevista la dismissione nell'arco di piano ed estendendoli all'esercizio 2015;
- omogeneizzazione dei piani *stand-alone* con il supporto dell'*advisor* industriale, per verificare l'omogeneità delle assunzioni di base e la ragionevolezza delle principali variabili industriali, facendo riferimento principalmente agli andamenti tecnici delle società oggetto della Fusione attraverso un processo di condivisione con il *management* delle società coinvolte;
- stima degli impatti determinati dalla Dismissione sulle principali variabili industriali simulando la quantificazione degli attivi e passivi ceduti;
- quantificazione, con il supporto dell'*advisor* industriale, delle sinergie e dei costi derivanti dall'integrazione, allineando i *key performance indicators* (KPI) industriali e riflettendo i benefici derivanti dall'effetto scala, sempre condividendo le stime risultanti con il *management* delle società coinvolte.

L'approccio seguito per la rivisitazione dei piani *stand alone* si è focalizzato su Ricavi, Area Tecnica, Finanza e Costi Operativi.

Con riferimento ai Ricavi, si è tenuto conto del rallentamento intervenuto nel semestre sul mercato danni e dell'effetto del Decreto Liberalizzazioni che, al momento della formulazione del precedente piano, era solo un'ipotesi. Inoltre sono state aggiornate le ipotesi di frequenza e costo medio dei sinistri RCA sulla base di un *trend* prospettico di mercato tenendo altresì conto delle *performance* registrate dalle società nei primi nove mesi del 2012. Analoghe valutazioni sul *loss ratio* corrente hanno riguardato la redditività tecnica dei rami elementari.

Per quanto concerne la Finanza e i Costi Operativi, è stato aggiornato lo scenario macroeconomico, sono state utilizzate le medesime curve dei tassi di riferimento ed è stata effettuata una omogeneizzazione della classificazione dei costi e un allineamento delle ipotesi di aumento del costo per il personale derivanti dagli effetti dei rinnovi contrattuali.

Inoltre si è tenuto conto degli effetti della Dismissione, con i relativi impatti sulle principali grandezze del Piano Industriale Congiunto.

Le sinergie derivanti della Fusione fanno riferimento ad un'unica entità *post* Fusione, che potrà beneficiare della condivisione e consolidamento di quelle aree e processi che rappresenteranno le *best practice* della nuova realtà.

Le principali aree di impatto delle sinergie si suddividono in: (i) Costi Operativi, (ii) Area Tecnica Danni/Sinistri e (iii) Produttività e ALM.

Una prima stima dell'impatto economico delle sinergie da integrazione è quantificabile in circa Euro 350 milioni di impatto sull'utile lordo del 2015.

In particolare, con riferimento alle tre aree di impatto sopra descritte:

- costi operativi: le sinergie sono pari a circa Euro 180 milioni, il 17% della base costo aggregata, in linea con la media risultante da un campione di dieci operazioni italiane e internazionali paragonabili;
- area tecnica Danni: le sinergie ammontano a circa Euro 100 milioni da conseguire nell'area gestione sinistri e riassicurazione;
- ricavi: le sinergie sono stimate pari a circa Euro 70 milioni e si basano sulla condivisione di *best practice* interne da allineamento di produttività e sulla ottimizzazione nella gestione della finanza.

Ai fini dell'ottenimento delle sinergie sarà necessario sostenere costi di integrazione relativi al triennio 2013/2015 il cui valore complessivo è stimato in circa Euro 300 milioni. Tali costi sono imputabili in maggioranza al primo esercizio del triennio del Piano Industriale Congiunto per la necessità di porre in essere gli interventi maggiormente onerosi in grado di conseguire le sinergie al 2015.

Nel caso in cui Milano Assicurazioni non partecipi alla Fusione, le variazioni relative alle sinergie derivanti dal Piano Industriale Congiunto non saranno significative.

Infine, come già accennato, nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente verrà messo a disposizione degli azionisti della Società almeno quindici giorni prima delle assemblee straordinarie dei soci che verranno convocate per l'approvazione della Fusione il documento informativo da redigere ai sensi dell'art. 70, sesto comma, del Regolamento Emittenti, contenente, fra l'altro, anche informazioni finanziarie *pro-forma*.

2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate in conseguenza del Progetto di Integrazione per Fusione

In conseguenza della Fusione non si prevede alcuna variazione dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione dell'Incorporante *post* Fusione, di UGF, o di alcuna delle società da essa direttamente o indirettamente controllata.

2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente coinvolti nel Progetto di Integrazione per Fusione

Non sono coinvolti nel Progetto di Integrazione per Fusione, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti delle società partecipanti alla Fusione.

2.8 Descrizione della procedura di approvazione del Progetto di Integrazione per Fusione

Successivamente alla sottoscrizione dell'Accordo di Investimento, le parti coinvolte nel Progetto di Integrazione per Fusione hanno avviato un articolato e complesso negoziato volto ad individuare le quote di partecipazione al capitale sociale della *combined entity* risultante dalla Fusione da attribuire agli attuali azionisti delle quattro società partecipanti.

In proposito, il consiglio di amministrazione di Fonsai aveva, come detto, nominato in data 29 gennaio 2012 il Comitato Parti Correlate, il quale aveva deciso di avvalersi nello svolgimento dei propri lavori, secondo quanto previsto dall'art. 6.3 della Procedura, dell'assistenza dell'*advisor* finanziario indipendente Citi.

Il Comitato Parti Correlate è stato coinvolto nella fase di istruttoria attraverso la trasmissione di un flusso informativo tempestivo e adeguato, venendo costantemente aggiornato dal *management* in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere.

Nel corso delle negoziazioni, UGF aveva da prima formulato, in data 16 aprile 2012, una proposta che prevedeva l'attribuzione ad UGF di una percentuale del capitale ordinario dell'incorporante *post* Fusione pari al 66,7%.

Successivamente, nell'ambito della fase istruttoria del Progetto di Integrazione per Fusione, il Comitato Parti Correlate aveva espresso, in data 17 maggio 2012, il proprio parere favorevole in relazione al contenuto di una proposta formulata dal *management* della Società indicante le percentuali attese di partecipazione al capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie dell'Incorporante, come risultante dalla Fusione, da attribuire alle società coinvolte nel Progetto di Integrazione per Fusione, unitamente alle assunzioni poste alla base di tali valutazioni.

Tale proposta, approvata dal consiglio di amministrazione della società sempre in data 17 maggio 2012, era stata successivamente condivisa con Premafin e Milano Assicurazioni e sottoposta ad UGF in data 23 maggio 2012.

A seguito delle ulteriori trattative intercorse fra le parti, l'ipotesi originaria di UGF è stata rivista e formalizzata in una nuova proposta, presentata dalla stessa UGF in data 6 giugno 2012, che prevedeva l'attribuzione delle quote di partecipazione al capitale ordinario di Fonsai *post* Fusione precedentemente indicate nel presente Documento Informativo, e precisamente:

- UGF: 61,00%;
- Altri azionisti Fonsai: 27,45%;
- Altri azionisti Milano Assicurazioni: 10,7%;

- Altri azionisti Premafin: 0,85%.

Con riferimento alla controproposta inviata da UGF in data 6 giugno 2012, il Comitato Parti Correlate aveva espresso a maggioranza, in data 11 giugno 2012, il proprio parere favorevole, motivando la propria decisione con la circostanza che la stessa, pur collocandosi al di fuori dell'intervallo di valori preliminarmente indicati dagli *advisor* finanziari, rispondeva pur tuttavia all'interesse degli azionisti alla luce del peculiare contesto aziendale, in presenza principalmente di una richiesta di urgente ripatrimonializzazione avanzata dall'ISVAP ai sensi della disciplina di settore in tema di ripristino del margine di solvibilità corretto.

In data 11 giugno 2012 il consiglio di amministrazione della società aveva quindi deliberato, a maggioranza, di comunicare a UGF la propria disponibilità a procedere all'ulteriore definizione della prospettata Fusione sulla base della suddetta proposta.

Fonsai, nel comunicare la propria disponibilità a procedere nella definizione dell'Operazione di Integrazione aveva, fra l'altro, previsto che:

- entro la data di approvazione del Progetto di Fusione, fosse condiviso un piano industriale congiunto, che tenesse conto anche degli interventi richiesti dall'AGCM, predisposto con l'assistenza di primario *advisor* industriale indipendente nominato congiuntamente da tutte le parti che confermasse – attraverso specifica attestazione da rilasciarsi sempre entro la data di approvazione del Progetto di Fusione – la ragionevolezza delle sinergie attese e la quantificazione della patrimonializzazione prospettica previste nel piano medesimo;
- le parti avessero proceduto ad un aggiornamento, per tutte le società coinvolte, delle valutazioni di *asset* di maggior rilevanza, nel contesto delle usuali attività propedeutiche alla predisposizione del progetto di Fusione, restando inteso che le risultanze delle verifiche sarebbero state prese in considerazione solo ove rilevanti.

In data 5 luglio 2012, il Comitato Parti Correlate si era riunito per esaminare una serie di eventi sopravvenuti rispetto alla data dell'11 giugno 2012 e, ad esito dell'esame, aveva espresso il proprio parere favorevole a maggioranza, confermando le motivazioni e le conclusioni raggiunte e contenute nel precedente parere dell'11 giugno 2012.

Da ultimo, in data 11 luglio 2012, il Comitato Parti Correlate si era riunito al fine di esaminare le condizioni in base alle quali sarebbe stato costituito il consorzio bancario di garanzia relativo all'Aumento di Capitale Fonsai, nonché ogni passaggio funzionale alla sua esecuzione, ivi inclusi gli impegni di garanzia assunti da UGF con riferimento alle azioni di risparmio di categoria B di Fonsai di nuova emissione.

In proposito, il Comitato Parti Correlate, a maggioranza, aveva ritenuto che sia la sottoscrizione del contratto di garanzia, sia l'assunzione dell'impegno da parte di UGF di sottoscrivere le eventuali azioni di risparmio di categoria B rimaste inoperte – essendo volti ad assicurare l'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale deliberato dalla Società in esecuzione del piano di intervento presentato all'ISVAP – risultassero pienamente rispondenti all'interesse della Società al completamento della necessaria ripatrimonializzazione.

Le intese raggiunte fra le parti con lo scambio di corrispondenza del mese di giugno 2012, così come le ulteriori specificazioni contenute nella risposta di Fonsai come approvata dal consiglio di amministrazione dell'11 giugno 2012, sono state rese note al mercato e riflesse nel prospetto informativo pubblicato dalla Società in relazione all'Aumento di Capitale Fonsai.

La prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione si è completata con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Premafin, perfezionato in data 19 luglio 2012 con la sottoscrizione dell'aumento riservato da parte di UGF, e con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Fonsai, completato in data 13 settembre 2012.

Le parti hanno quindi avviato l'*iter* necessario per sottoporre la proposta di fusione alle rispettive assemblee, ponendo in essere le opportune ulteriori attività istruttorie e negoziali.

Il Comitato Parti Correlate nella sua nuova composizione è stato nominato – a seguito del rinnovo dell'organo amministrativo di Fonsai avvenuto in data 30 ottobre 2012 - in data 5 novembre 2012 (il **“Comitato nella sua Nuova Composizione”**), nelle persone dei consiglieri Angelo Busani – in qualità di *Lead Coordinator* del Comitato – Giampaolo Galli e Barbara Tadolini.

Successivamente al proprio insediamento, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha prontamente avviato l'attività istruttoria relativa alla Seconda Fase del Progetto di Integrazione per Fusione, assistito dal *management* della Società, effettuando frequenti incontri con gli *advisor* finanziari, legale ed industriale.

A tale ultimo riguardo, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ritenuto di confermare l'*advisor* finanziario Citi già precedentemente incaricato di assistere l'organo nella Prima Fase del Progetto di Integrazione per Fusione.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha provveduto, con l'ausilio dei propri *advisor*, ad effettuare l'esame dei lavori svolti dal Comitato Parti Correlate nella sua precedente composizione, dalla data di sua originaria nomina (29 gennaio 2012) fino alla formulazione dei precedenti pareri del 17 maggio 2012, dell'11 giugno 2012, del 5 luglio 2012 e dell'11 luglio 2012.

In particolare, è stata effettuata dal Comitato nella sua Nuova Composizione un'attenta revisione critica dei precedenti lavori, supportata dall'assistenza degli *advisor*, volta a verificare, anche alla luce delle circostanze sopravvenute e delle ulteriori valutazioni effettuate: (i) la persistenza delle motivazioni che avevano indotto il Comitato Parti Correlate ad esprimere il proprio parere favorevole in ordine all'interesse della Società al compimento del Progetto di Integrazione per Fusione; (ii) la persistente coerenza di tali motivazioni con la decisione di procedere alla Fusione; (iii) la sussistenza delle occorrenti ragioni di “convenienza” e di “correttezza sostanziale”.

Nel corso dell'attività istruttoria il Comitato nella sua Nuova Composizione ha effettuato, con il supporto degli *advisor*, una serie di approfondimenti su specifici aspetti legati al Progetto di Integrazione per Fusione. In particolare, specifica attenzione è stata dedicata alle tematiche che il consiglio di amministrazione di Fonsai dell'11 giugno 2012 aveva espressamente ritenuto di dover ulteriormente approfondire e verificare prima dell'approvazione del Progetto di Fusione, ovvero la predisposizione di un piano industriale congiunto

che attestasse la ragionevolezza delle sinergie stimate derivanti dalla Fusione, e l'aggiornamento dei valori dei principali *assets* delle società coinvolte nel Progetto di Integrazione per Fusione.

All'esito dei propri lavori, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha formulato, in data 19 dicembre 2012, il proprio parere favorevole circa la sussistenza dell'interesse della Società all'esecuzione della Fusione, sulla base dei termini indicati dal *management* nel Progetto di Fusione e della bozza di relazione degli amministratori al Progetto di Fusione predisposta per l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione del 20 dicembre 2012, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti.

Tale parere è stato espresso a maggioranza con il voto favorevole dei consiglieri Angelo Busani e Barbara Tadolini e con l'astensione del consigliere Giampaolo Galli. Per una specifica indicazione delle motivazioni poste alla base dell'astensione del consigliere Giampaolo Galli, si fa rinvio al parere del Comitato allegato al presente Documento Informativo *sub* doc. 4.

Si precisa che il parere del Comitato accluso al presente Documento Informativo, riporta in allegato i precedenti pareri resi dal medesimo Comitato Parti Correlate, rispettivamente, in data 17 maggio 2012, 11 giugno 2012, 5 luglio 2012 e 11 luglio 2012, nonché la relazione sulla congruità del rapporto di cambio rilasciata dall'*advisor* finanziario Citi.

Il Progetto di Fusione è stato quindi, come accennato, approvato dal consiglio di amministrazione di Fonsai in data 20 dicembre 2012 a maggioranza, con la sola astensione del consigliere Giampaolo Galli, per le motivazioni sopra richiamate con riferimento al parere del Comitato Parti Correlate, di cui lo stesso faceva parte.

27 dicembre 2012

* * *

Documentazione allegata

Doc. 1: relazione illustrativa degli amministratori *ex art.* 2501-*quinquies* cod. civ., quale approvata dal consiglio di amministrazione di Fonsai in data 20 dicembre 2012 (si precisa al riguardo che tale relazione è suscettibile di modifiche e integrazioni non sostanziali prima della sua pubblicazione in vista dell'assemblea che sarà convocata per deliberare in merito al Progetto di Fusione, previa approvazione dell'ISVAP);

Doc. 2: *fairness opinion* dell'*advisor* Goldman Sachs in data 20 dicembre 2012;

Doc. 3: parere metodologico del Prof. Mario Cattaneo in data 20 dicembre 2012;

Doc. 4: parere del Comitato Parti Correlate Fonsai del 19 dicembre 2012.

Doc. 5: attestazione del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari.



**CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI
FONDIARIA-SAI S.P.A.
DEL 20 DICEMBRE 2012**

**FUSIONE PER INCORPORAZIONE
DI
PREMAFIN FINANZIARIA SOCIETA' PER AZIONI – HOLDING DI PARTECIPAZIONI
E
UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A.
ED, EVENTUALMENTE, PER QUANTO *INFRA* PRECISATO,
MILANO ASSICURAZIONI S.P.A.
IN
FONDIARIA-SAI S.P.A.**

RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI
redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile

La presente relazione illustra, sotto il profilo giuridico ed economico, la fusione per incorporazione di Premafin Finanziaria Società per Azioni - Holding di Partecipazioni S.p.A. (di seguito, “**Premafin**”), di Unipol Assicurazioni S.p.A. (di seguito “**Unipol Assicurazioni**”), ed, eventualmente, di Milano Assicurazioni S.p.A. (di seguito, “**Milano Assicurazioni**” e, insieme a Premafin e a Unipol Assicurazioni, le “**Incorporande**”) in Fondiaria-Sai S.p.A. (di seguito, anche, “**Fonsai**” o l’“**Incorporante**”), descrivendo gli elementi di cui si compone il progetto di fusione (di seguito, il “**Progetto di Fusione**”) nonché, in particolare, i criteri utilizzati per la determinazione dei rapporti di cambio dipendenti dalla fusione, in conformità a quanto disposto dall’art. 2501-*quinquies* cod. civ. e dell’art. 70, secondo comma, del Regolamento approvato con deliberazione Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (di seguito, il “**Regolamento Emittenti**”).

1. PREMESSE

In data 29 gennaio 2012, Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (di seguito, “**UGF**”) e Premafin hanno stipulato un accordo (di seguito, l’“**Accordo di Investimento**”), integrato con accordi raggiunti per scambio di corrispondenza tra le parti in data 22 - 25 giugno 2012 (di seguito, gli “**Accordi Integrativi**”), avente a oggetto i reciproci impegni assunti con riguardo alla realizzazione di un progetto di integrazione per fusione tra Fonsai, Unipol Assicurazioni, Premafin ed, eventualmente, per i motivi più oltre illustrati, Milano Assicurazioni, con l’obiettivo di salvaguardare la solvibilità attuale e futura di Premafin e Fonsai 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 (di seguito, il “**Progetto di Integrazione per Fusione**”).

Si segnala che questa relazione è stata predisposta dal consiglio di amministrazione di Fonsai in occasione di un costante confronto con i consigli di amministrazione di Unipol Assicurazioni, Premafin e Milano Assicurazioni, nonché con gli *advisor* coinvolti, allo scopo di garantire ai rispettivi azionisti pari informativa in relazione ad aspetti fattuali del tutto coincidenti e comuni, e ciò al fine di fornire agli azionisti e al mercato rappresentazioni tra loro omogenee e coerenti.

Fasi essenziali del Progetto di Integrazione per Fusione

Nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione – in attuazione di quanto previsto dall'Accordo di Investimento – sono state poste in essere le seguenti principali attività, tutte da considerarsi quali fasi essenziali ed inscindibili di detto Progetto di Integrazione per Fusione:

- l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di Fonsai di un aumento di capitale sociale per un ammontare di Euro 1.100 milioni, funzionale al proprio rafforzamento patrimoniale, in conformità con quanto richiesto dall'ISVAP con provvedimento in data 10 gennaio 2012 (l'“**Aumento di Capitale Fonsai**”);
- l'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di UGF di un aumento di capitale sociale per un ammontare di Euro 1.100 milioni, finalizzato a dotare UGF delle risorse necessarie (i) per sottoscrivere l'Aumento di Capitale Premafin, come di seguito definito, e (ii) per dotare Unipol Assicurazioni delle risorse finanziarie e patrimoniali necessarie per concorrere, nel contesto della fusione, al rafforzamento patrimoniale di Fonsai;
- la predisposizione da parte di Premafin di un piano di risanamento della propria esposizione debitoria *ex art. 67, terzo comma, lett. d)*, della legge fallimentare (di seguito, il “**Piano di Risanamento**”) e, conseguentemente, la ricapitalizzazione di Premafin attraverso un aumento di capitale riservato a UGF (di seguito, l'“**Aumento di Capitale Premafin**”);
- l'utilizzo da parte di Premafin delle risorse finanziarie derivanti dall'Aumento di Capitale Premafin al fine di consentire l'integrale sottoscrizione, da parte sua e della controllata Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti (di seguito, “**Finadin**”), per le quote di rispettiva pertinenza, dell'Aumento di Capitale Fonsai;
- la fusione in Fonsai di Unipol Assicurazioni e Premafin, da considerarsi parte essenziale e irrinunciabile del Progetto di Integrazione per Fusione, alla quale è invitata a partecipare anche Milano Assicurazioni.

La fusione costituisce quindi parte integrante del più ampio Progetto di Integrazione per Fusione, nell'ambito e in funzione del quale:

- nei mesi di maggio, giugno e luglio 2012, UGF ha ottenuto:
 - (i) dalle autorità competenti (Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, ISVAP, Banca d'Italia, Autorità di vigilanza estere), le esenzioni e le autorizzazioni necessarie per l'acquisto del controllo diretto

su Premafin, e dunque del controllo indiretto su Fonsai e su Milano Assicurazioni, e

- (ii) dalla Consob le esenzioni dal lancio dell'offerta pubblica d'acquisto obbligatoria ai sensi e per gli effetti degli artt. 106, quinto comma, D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, il “**TUF**”), 45 e 49 del Regolamento Emittenti (le “**Esenzioni**”);
- in data 19 luglio 2012, UGF ha sottoscritto e liberato complessive n. 1.741.239.877 azioni ordinarie Premafin – emesse a fronte dell'Aumento di Capitale Premafin deliberato dall'assemblea straordinaria di Premafin del 12 giugno 2012 – e, per l'effetto, UGF ha acquistato il controllo diretto su Premafin e dunque il controllo indiretto su Fonsai e su Milano Assicurazioni;
- in data 13 settembre 2012, è stata data esecuzione all'Aumento di Capitale Fonsai – deliberato dall'assemblea straordinaria di Fonsai del 27 giugno 2012 – con l'integrale sottoscrizione delle n. 916.895.448 azioni ordinarie Fonsai e delle n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria “B” Fonsai complessivamente offerte in opzione ai soci di Fonsai;
- nelle assemblee ordinarie del 18 settembre 2012, 30 ottobre 2012 e 30 novembre 2012, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni hanno proceduto, rispettivamente, al rinnovo dei propri consigli di amministrazione.

Con particolare riferimento a Fonsai, l'esecuzione della prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione ha rappresentato lo strumento per assicurare la necessaria ripatrimonializzazione prevista nel piano di intervento presentato a ISVAP in data 30 gennaio 2012 ai sensi dell'art. 227 del d.lgs. 209/2005, in ottemperanza alle richieste pervenute da parte dell'Autorità di Vigilanza, riguardante le iniziative necessarie per ripristinare la situazione di solvibilità corretta e per garantire la solvibilità futura di Fonsai.

Nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione è previsto che UGF sottoscriva e liberi, prima della data di stipula dell'atto di fusione, un aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per complessivi Euro 600 milioni. A tal fine, il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni ha deliberato, in data 28 novembre 2012, di sottoporre ad una convocanda assemblea straordinaria degli azionisti la proposta di aumentare il capitale sociale a pagamento, per un importo di Euro 600 milioni, da

eseguirsi mediante emissione di azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1, pari al valore nominale unitario, con godimento regolare, da assegnare in opzione all'unico azionista UGF. L'esecuzione del predetto aumento di capitale di Unipol Assicurazioni – funzionale al rafforzamento patrimoniale dell'Incorporante, in vista dei programmi di sviluppo e nell'ottica di mantenere stabilmente congrui i requisiti patrimoniali previsti dalla disciplina vigente – è comunque subordinata all'avveramento delle condizioni sospensive apposte, ai sensi di legge, al valido perfezionamento della fusione, e segnatamente: (i) all'ottenimento delle autorizzazioni alla fusione da parte dell'Autorità di Vigilanza, ai sensi e per gli effetti dell'art. 201 del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (il **“Codice delle Assicurazioni Private”**) e del Regolamento ISVAP n. 14 del 18 febbraio 2008 (il **“Regolamento Isvap sulle Operazioni Straordinarie”**), nonché delle ulteriori competenti Autorità di Vigilanza, italiane ed estere, ai sensi di ogni altra disposizione normativa applicabile; (ii) all'assunzione delle delibere di approvazione definitiva della fusione da parte degli organi societari competenti di ciascuna delle società coinvolte, secondo quanto previsto dal Progetto di Fusione; e (iii) alla mancata opposizione dei creditori nei termini di cui all'art. 2503 cod. civ. ovvero al superamento di dette opposizioni secondo le modalità ivi descritte. Più in particolare, si procederà all'esecuzione del predetto aumento di capitale di Unipol Assicurazioni una volta verificatesi le sopra indicate condizioni sospensive e prima della stipula dell'atto di fusione ai sensi dell'art. 2504 cod. civ.

Piano di Risanamento e fusione

Come sopra accennato, in data 30 marzo 2012 e 17 maggio 2012, il consiglio di amministrazione di Premafin ha approvato il Piano di Risanamento, la cui ragionevolezza è stata attestata in data 16 aprile 2012 e 18 maggio 2012 ai sensi di legge dall'esperto Dott. Ezio Maria Simonelli, coadiuvato dal Prof. Stefano Caselli.

Il Piano di Risanamento, oltre a prevedere la ricapitalizzazione di Premafin attraverso l'esecuzione da parte di UGF dell'Aumento di Capitale Premafin finalizzato alla sottoscrizione, diretta ed indiretta (per il tramite della controllata Finadin), della quota di propria pertinenza dell'Aumento di Capitale Fonsai, assume altresì la contestuale ridefinizione dei termini e delle condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin in grado di risanare l'esposizione debitoria di Premafin e di riequilibrare dal punto di vista economico-finanziario la società.

In attuazione di quanto previsto nel Piano di Risanamento, Premafin e le proprie banche creditrici hanno sottoscritto il 13 giugno 2012 un accordo di ristrutturazione del debito di Premafin (di seguito, l’**“Accordo di Ristrutturazione”**).

Tra i termini e le condizioni dell’Accordo di Ristrutturazione è previsto che, successivamente alla data di efficacia civilistica della fusione, una *tranche* del debito ristrutturato (che per effetto della fusione passerà in capo all’Incorporante) venga trasformato per Euro 201,8 milioni in un prestito obbligazionario convertendo – destinato alle banche creditrici di Premafin, esclusa GE Capital (di seguito, le **“Banche Finanziatrici”**) quanto a Euro 134,3 milioni e ad UGF quanto a Euro 67,5 milioni – che potrà (all’esito positivo delle negoziazioni fra UGF e Premafin, da un lato, e le Banche Finanziatrici, dall’altro lato) essere previamente destinato in opzione ai soci dell’Incorporante *post* fusione, 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 (detto prestito obbligazionario, da offrire alle Banche Finanziatrice/UGF e/o in opzione ai soci dell’Incorporante *post* fusione, di seguito, il **“Convertendo”**).

Con riferimento al Convertendo – le cui obbligazioni frutteranno un interesse annuo lordo calcolato in modo tale che il valore teorico delle obbligazioni alla data di emissione, definito sulla base dei parametri di mercato, sia almeno pari al valore nominale unitario delle stesse – 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 dall’undicesimo giorno di negoziazione successivo alla data di efficacia civilistica della fusione, incrementata di un premio del 10%. 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). Inoltre, è previsto che: (i) si proceda alla conversione automatica del prestito prima della scadenza in caso di riduzione, per qualsiasi motivo, del margine di solvibilità disponibile della Incorporante *post* fusione al di sotto del margine di solvibilità richiesto per almeno sei mesi; (ii) il debitore possa estinguere il debito mediante rimborso del finanziamento, e (iii) in alternativa al predetto rimborso, la conversione del debito in azioni dell’Incorporante *post* fusione avvenga automaticamente il 31 dicembre 2015.

A seguito della conversione in azioni del Convertendo, si determinerà un effetto diluitivo sul capitale dell'Incorporante in circolazione. Tale effetto non può tuttavia essere stimato al momento in termini quantitativi in quanto esso è funzione del prezzo di conversione, oggi non noto. Al fine di evitare tale effetto diluitivo, nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione (come di seguito definito) UGF, anche per conto di Unipol Assicurazioni, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, hanno condiviso di avviare con le Banche Finanziatrici apposite negoziazioni al fine di far sì che il Convertendo venga offerto previamente in opzione agli azionisti dell'Incorporante *post* fusione.

In coerenza con quanto precede: (i) lo statuto dell'Incorporante *post* fusione allegato al Progetto di Fusione rifletterà l'esistenza di una delega *ex art. 2420-ter* e *art. 2443* cod. civ. che verrà attribuita agli amministratori dell'Incorporante *post* fusione per deliberare l'emissione del Convertendo ed il corrispondente aumento di capitale, e pertanto (ii) prima dell'efficacia civilistica della fusione, l'assemblea straordinaria di Fonsai chiamata ad approvare il Progetto di Fusione sarà altresì chiamata ad approvare la predetta delega *ex art. 2420-ter* cod. civ. e *ex art. 2443* cod. civ. in conformità con quanto illustrato.

Opzione *put* e opzione *call* sulla partecipazione in Unipol Banca S.p.A.

Nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione (come di seguito definito) è stata altresì pattuita la concessione da parte di UGF a Fonsai di un'opzione di vendita (opzione *put*) sulla partecipazione detenuta da Unipol Assicurazioni in Unipol Banca S.p.A. (di seguito, "**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 Fonsai 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.

Dismissioni previste nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione

In conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF sul Gruppo Fonsai – perfezionatosi, come detto, in data 19 luglio 2012 attraverso la sottoscrizione e liberazione dell'Aumento di Capitale Premafin – in ottemperanza a quanto richiesto dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (di seguito, l' "**AGCM**") con

provvedimento n. 23678 del 19 giugno 2012 caso C11524 (di seguito, il “**Provvedimento**”), è prevista la dismissione da parte del Gruppo Assicurativo Unipol (di seguito, il “**Gruppo Unipol**”) di società e/o uno o più rami d’azienda composti, tra l’altro, da marchi, contratti di assicurazione di agenzia, infrastrutture e risorse per garantire l’operatività dei rami stessi, per un importo totale di circa Euro 1,7 miliardi di premi, come indicato *infra* (di seguito, la “**Dismissione**”).

Sulla base degli impegni assunti con l’AGCM, la Dismissione riguarda le partecipazioni di controllo detenute da Milano Assicurazioni in Liguria Assicurazioni S.p.A. e Liguria Vita S.p.A. e i compendi aziendali della stessa Milano Assicurazioni riconducibili ai marchi “Milano” e “Sasa”.

Allo stato il Gruppo Unipol e KPMG Advisory S.p.A., *advisor* incaricato per la procedura di Dismissione, stanno ponendo in essere tutte le attività funzionali alla puntuale identificazione del perimetro degli *assets* oggetti della Dismissione e all’avvio della relativa procedura.

La procedura di Dismissione si articolerà in un contesto competitivo a cui verranno invitati i principali operatori industriali italiani ed esteri e gli investitori finanziari che risultino interessati.

Si ricorda altresì che, in data 4 ottobre 2012, UGF ha presentato ricorso dinanzi al Tribunale Amministrativo per il Lazio (di seguito, il “**TAR**”) per l’annullamento, previa sospensione degli effetti, del Provvedimento, nonché di ogni altro atto anteriore o conseguente o, comunque, allo stesso connesso, con specifico riferimento ad alcuni profili delle misure prescritte dall’AGCM che, ad avviso di UGF, sono da ritenersi eccessivamente gravose rispetto agli impegni presentati dal Gruppo Unipol ed ai precedenti della stessa autorità.

All’esito dell’udienza tenutasi in data 30 ottobre 2012, il TAR, a fronte della rinuncia da parte di UGF alle misure cautelari, ha fissato l’udienza per l’esame nel merito al 24 aprile 2013. Nel frattempo, la procedura di Dismissione proseguirà senza soluzione di continuità.

Alla luce di tutto quanto precede, si prevede che la Dismissione possa essere completata a valle dell’efficacia civilistica della fusione.

In coerenza con tutto quanto precede, e quale ulteriore passaggio del Progetto di Integrazione per Fusione sopra descritto, i consigli di amministrazione delle società partecipanti alla fusione riunitisi in data 20 dicembre 2012 hanno approvato il Progetto di Fusione, qui allegato *sub* “A”, e i cui termini essenziali sono di seguito illustrati.

2. DESCRIZIONE DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

2.1 Fonsai

2.1.1 Dati societari

Fondiar-Sai S.p.A., società per azioni di diritto italiano, con azioni ordinarie e di risparmio quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.; autorizzata all’esercizio delle assicurazioni e iscritta alla Sez. I dell’Albo Imprese presso l’ISVAP al n. 1.00006; soggetta all’attività di direzione e coordinamento di UGF; facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol, iscritto all’Albo dei Gruppi Assicurativi al n. 046.

Fonsai ha sede legale in Torino, corso Galileo Galilei n. 12, ed è iscritta al Registro delle Imprese di Torino, codice fiscale e partita IVA 00818570012.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Fonsai è di Euro 1.194.572.973,80 i.v., suddiviso in 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”, n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria “B”.

2.1.2 Oggetto sociale

La società ha per oggetto l’esercizio, sia in Italia sia all’estero, di tutti i rami di assicurazione, di riassicurazione e di capitalizzazione consentiti dalla legge.

La società può inoltre gestire le forme di previdenza complementare di cui alla normativa vigente e successive modificazioni ed integrazioni, nonché istituire, costituire e gestire fondi pensione aperti e svolgere attività accessorie o funzionali alla gestione dei fondi medesimi.

Essa può compiere le operazioni commerciali, industriali, finanziarie, mobiliari e immobiliari, di investimento e di disinvestimento, connesse con lo scopo anzidetto.

Può altresì prestare fidejussioni ed altre garanzie sotto qualsiasi forma; assumere interessenze e partecipazioni in altre imprese aventi oggetto analogo od affine al proprio; assumerne la rappresentanza o la gestione.

A scopo di investimento e nei limiti stabiliti dalla legge può altresì assumere interessenze e partecipazioni in imprese aventi fini diversi.

2.1.3 Consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione di Fonsai è stato nominato dall'assemblea del 30 ottobre 2012. Il mandato del consiglio scade con l'assemblea che approva il bilancio relativo all'esercizio in corso. Il consiglio è composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Fabio Cerchiai	Presidente
Pierluigi Stefanini	Vice Presidente
Carlo Cimbri	Amministratore Delegato
Francesco Berardini	Consigliere
Angelo Busani	Consigliere
Sergio Costalli	Consigliere
Ernesto Dalle Rive	Consigliere
Ethel Frasinetti	Consigliere
Vanes Galanti	Consigliere
Guido Galardi	Consigliere
Giampaolo Galli	Consigliere
Oscar Guidetti	Consigliere
Claudio Levorato	Consigliere
Maria Lillà Montagnani	Consigliere
Marco Minella	Consigliere
Milo Pacchioni	Consigliere
Marco Pedroni	Consigliere

Nicla Picchi	Consigliere
Barbara Tadolini	Consigliere

2.1.4 Comitato esecutivo e altri comitati

Il consiglio di amministrazione ha costituito al proprio interno un comitato esecutivo e una pluralità di comitati aventi funzioni consultive e propositive nei confronti del consiglio stesso. Le deliberazioni adottate dai comitati consultivi non sono vincolanti per il consiglio di amministrazione.

(a) *Comitato esecutivo*

Ai sensi dell'art. 18 dello statuto sociale, il consiglio di amministrazione ha attribuito al comitato esecutivo, composto attualmente di 5 membri, funzioni consultive e il compito di collaborare all'individuazione delle politiche di sviluppo e delle linee guida dei piani strategici ed operativi da sottoporre al consiglio di amministrazione.

Il consiglio di amministrazione ha inoltre conferito al comitato esecutivo specifici poteri, da esercitarsi comunque nel rispetto di limiti di valore determinati.

Alle riunioni del comitato esecutivo è chiamato a partecipare il collegio sindacale.

Il comitato esecutivo è composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Fabio Cerchiai	Presidente
Pierluigi Stefanini	Vice Presidente
Carlo Cimbri	Amministratore Delegato
Guido Galardi	Consigliere
Marco Minella	Consigliere

(b) *Comitati consultivi*

I comitati consultivi sono il comitato per la remunerazione, il comitato controllo e rischi e il comitato nomine e *corporate governance*. In particolare:

- *Comitato per la remunerazione*: il consiglio di amministrazione del 5 novembre 2012 ha nominato quali componenti del comitato per la remunerazione i consiglieri Giampaolo Galli (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Angelo Busani e Ernesto Dalle Rive, in maggioranza indipendenti. Resta altresì individuato nel comitato di remunerazione, laddove la sua composizione sia conforme a quanto previsto dal Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del marzo 2010, il comitato di amministratori indipendenti chiamato ad esprimere il preventivo motivato parere sulle deliberazioni (diverse da quella assunta dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione nell'ambito di un importo complessivo preventivamente determinato dall'assemblea) in materia di remunerazione degli amministratori della società anche con riferimento ad eventuali cariche rivestite o incarichi svolti in società controllate, laddove tali compensi – ricorrendone i presupposti – non rientrino nelle politiche di remunerazione approvate dall'assemblea.
- *Comitato controllo e rischi*: il consiglio di amministrazione del 5 novembre 2012 ha nominato quali componenti del comitato controllo e rischi i consiglieri Nicla Picchi (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Ethel Frasinetti e Barbara Tadolini, tutti indipendenti. Resta altresì individuato nel comitato controllo e rischi il comitato di amministratori indipendenti chiamato ad esprimere il preventivo motivato parere da sottoporre al consiglio di amministrazione per le operazioni c.d. “di minore rilevanza” con parti correlate, così come definite dal Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del marzo 2010.
- *Comitato nomine e corporate governance*: il consiglio di amministrazione ha nominato quali componenti del comitato nomine e *corporate governance* i consiglieri Maria Lillà Montagnani (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Nicla Picchi e Marco Pedroni, in maggioranza indipendenti.

(c) *Comitato di amministratori indipendenti*

Il consiglio di amministrazione ha nominato quali componenti del comitato di amministratori indipendenti, istituito ai sensi della procedura per operazioni con parti correlate Fonsai, in relazione alla prospettata integrazione con il Gruppo Unipol, i Consiglieri Angelo Busani (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Barbara Tadolini e Giampaolo Galli, tutti indipendenti e non correlati. Il comitato è incaricato di esprimere il proprio parere in ordine alla definitiva approvazione dei termini essenziali della fusione.

2.1.5 Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili

Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari è il Dott. Massimo Dalfelli.

2.1.6 Il collegio sindacale

Il collegio sindacale, nominato dall'assemblea dei soci del 24 aprile 2012, rimarrà in carica fino alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio che si chiuderà al 31 dicembre 2014, ed è composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Giuseppe Angiolini	Presidente
Antonino D'Ambrosio	Sindaco effettivo
Giorgio Loli	Sindaco effettivo
Sergio Lamonica	Sindaco supplente
Maria Luisa Mosconi	Sindaco supplente
Giovanni Rizzardi	Sindaco supplente

2.2 **Premafin**

2.2.1 Dati societari

Premafin Finanziaria Società per Azioni - Holding di Partecipazioni, società per azioni di diritto italiano, emittente azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.; soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF ai sensi dell'art. 2497 e seguenti cod. civ.; facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol, iscritto all'Albo dei Gruppi Assicurativi al n. 046.

Premafin ha sede legale in Roma, Via Guido D'Arezzo 2, codice fiscale e numero di iscrizione nel Registro delle Imprese di Roma 07416030588, partita IVA numero 01770971008. Contestualmente all'approvazione del presente Progetto di Fusione, il consiglio di amministrazione di Premafin ha approvato altresì lo spostamento della sede sociale in Bologna.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Premafin è di Euro 480.982.831,02 i.v., suddiviso in n. 2.151.580.097 azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale di cui n. 1.741.239.877 non quotate.

2.2.2 Oggetto sociale

La società ha per oggetto l'esercizio non nei confronti del pubblico, delle attività di assunzione di partecipazioni in imprese, società, enti, consorzi ed associazioni, sia in Italia che all'estero, il finanziamento ed il coordinamento tecnico e finanziario degli stessi, la compravendita, la permuta, il possesso di titoli pubblici o privati; la promozione e lo sviluppo di attività immobiliari ivi compresi l'edificazione in genere, la costruzione, la compravendita, la permuta, la lottizzazione, il comodato e la gestione, l'affitto, la locazione, la conduzione di immobili, opere ed impianti a manutenzione. La società può acquisire e conservare beni materiali ed immateriali, nell'interesse proprio e delle società partecipate e può comunque compiere tutti gli atti e le operazioni ed istituire tutti i rapporti ritenuti necessari o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale in quelle forme e con quelle modalità che saranno riconosciute più convenienti dall'organo di amministrazione e ciò sia in Italia che all'estero; essa può pure prestare avalli, fidejussioni e garanzie in genere nell'interesse delle società partecipate controllate e/o collegate.

2.2.3 Il consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione di Premafin, nominato dall'assemblea degli azionisti del 18 settembre 2012 e integrato in data 13 novembre 2012 mediante cooptazione di tre

amministratori non esecutivi in sostituzione di altrettanti amministratori dimissionari, rimarrà in carica fino alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2014.

Il consiglio è composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Pierluigi Stefanini	Presidente
Piero Collina	Vice Presidente
Roberto Giay	Amministratore Delegato
Giovanni Antonelli	Consigliere
Rino Baroncini	Consigliere
Milva Carletti	Consigliere
Carlo Cimbri	Consigliere
Silvia Cipollina	Consigliere
Ernesto Dalle Rive	Consigliere
Marco Pedroni	Consigliere
Germana Ravaioli	Consigliere
Luigi Reale	Consigliere
Rossana Zambelli	Consigliere

2.1.4 Comitati consultivi del consiglio di amministrazione

I comitati consultivi sono il comitato per la remunerazione, il comitato per il controllo e rischi e il comitato di amministratori non esecutivi indipendenti non correlati. In particolare:

- *Comitato per la remunerazione*: è costituito da 3 amministratori non esecutivi indipendenti: Luigi Reale, Rossana Zambelli e Germana Ravaioli. Il consiglio di amministrazione, oltre ai compiti espressamente previsti dal Codice di Autodisciplina delle società quotate, ha attribuito al comitato per la remunerazione le competenze previste dalla procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate,

limitatamente alle determinazioni concernenti la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche rientranti nell'ambito della procedura relativa alle operazioni di minore rilevanza.

- *Comitato per il controllo e rischi*: sostituisce il comitato controllo interno, in adeguamento al nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate, ed è composto da 3 amministratori non esecutivi indipendenti: Germana Ravaioli, Rossana Zambelli e Silvia Cipollina.

- *Comitato di amministratori non esecutivi indipendenti non correlati*: è chiamato a esprimersi, in applicazione delle procedure per le operazioni con parti correlate adottate dalla società, in relazione al Progetto di Integrazione per Fusione e, in particolare, alla fusione. E' composto da 3 amministratori non esecutivi indipendenti non correlati: Rossana Zambelli, Silvia Cipollina e Luigi Reale.

2.2.5 Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili

Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari è il Dott. Giuseppe Nassi.

2.2.6 Il collegio sindacale

Il collegio sindacale, nominato dall'assemblea del 2 maggio 2011 ed integrato dall'assemblea del 18 settembre 2012, resta in carica sino all'approvazione del bilancio dell'esercizio 2013. E' composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Vittorio De Cesare	Presidente
Domenico Livio Trombone	Sindaco effettivo
Antonino D'Ambrosio	Sindaco effettivo
Stefano Conticello	Sindaco supplente
Alessandra Trigiani	Sindaco supplente

2.3 **Unipol Assicurazioni**

2.3.1 Dati societari

Unipol Assicurazioni S.p.A. è una società unipersonale soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF. È autorizzata all'esercizio delle assicurazioni con Provvedimento ISVAP n. 2542 del 3 agosto 2007 (G.U. 23 agosto 2007 n. 195) e iscritta alla Sez. I dell'Albo Imprese presso l'ISVAP al n. 1.00159, e fa parte del Gruppo Assicurativo Unipol, iscritto all'Albo dei Gruppi Assicurativi al n. 046.

Unipol Assicurazioni ha sede legale in Bologna, Via Stalingrado 45, è iscritta al registro delle imprese di Bologna, codice fiscale e partita IVA n. 02705901201.

Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Unipol Assicurazione è di Euro 259.056.000,00, i.v., composto da n. 259.056.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 1,00 cadauna.

Le azioni di Unipol Assicurazioni non sono quotate.

2.3.2 Oggetto sociale

La società ha per oggetto l'esercizio, sia in Italia sia all'estero, di tutti i rami di assicurazione, di riassicurazione e di capitalizzazione consentiti dalla legge.

La società può inoltre gestire le forme di previdenza complementare di cui alla normativa vigente e successive modificazioni ed integrazioni, nonché istituire, costituire e gestire fondi pensione aperti, in conformità a quanto previsto dal D.Lgs. 21 aprile 1993 n. 124 e successive modificazioni ed integrazioni e dal D.Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 e successive modificazioni ed integrazioni. Nei limiti di tale attività, e sempre che consentito dalle vigenti leggi che disciplinano l'esercizio dell'attività assicurativa, la società può, anche attraverso la partecipazione in altre società, compiere tutte le operazioni immobiliari, mobiliari e finanziarie ritenute necessarie o utili per il conseguimento dell'oggetto sociale; essa può anche assumere, sia direttamente sia indirettamente, partecipazioni in altre società con particolare riguardo alle imprese assicuratrici e/o riassicuratrici, concedere finanziamenti nonché prestare garanzie reali o personali, ivi incluse a titolo esemplificativo fidejussioni e avalli, in favore di società del gruppo ovvero di terzi. Essa può, infine, assumere, sotto qualsiasi forma, la rappresentanza di altre imprese assicuratrici italiane ed estere.

2.3.3 Consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni è stato nominato dall'assemblea degli azionisti del 28 aprile 2010, e rimarrà in carica fino alla data dell'assemblea

convocata per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012. Il consiglio è composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Vanes Galanti	Presidente
Francesco Berardini	Vice Presidente
Carlo Cimbri	Amministratore Delegato
Maurizio Castellina	Consigliere
Piero Collina	Consigliere
Ernesto Dalle Rive	Consigliere
Fabrizio Davoli	Consigliere
Vincenzo Ferrari	Consigliere
Roberto Giay	Consigliere
Enrico Migliavacca	Consigliere
Marco Minella	Consigliere
Giovanni Monti	Consigliere
Luigi Passuti	Consigliere
Marco Pedroni	Consigliere
Pierluigi Stefanini	Consigliere

2.3.4 Il collegio sindacale

Il collegio sindacale è stato nominato dall'assemblea del 28 aprile 2010 e, ai sensi di legge, resta in carica sino all'approvazione del bilancio dell'esercizio 2012. E' composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Domenico Livio Trombone	Presidente
Piero Aicardi	Sindaco effettivo

Cristiano Cerchiai	Sindaco effettivo
Carlo Cassamagnaghi	Sindaco supplente
Giorgio Picone	Sindaco supplente

2.4 Milano Assicurazioni

2.4.1 Dati societari

Milano Assicurazioni S.p.A., società per azioni di diritto italiano, emittente azioni ordinarie e di risparmio quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.; autorizzata all'esercizio dell'attività assicurativa come da decreto del Ministro dell'Industria del 31 dicembre 1984 pubblicato sul Supplemento Ordinario n. 79 della Gazzetta Ufficiale n. 357 del 31 dicembre 1984 e iscritta alla Sez. I dell'Albo Imprese presso l'ISVAP al n. 1.00010; soggetta all'attività di direzione e coordinamento di UGF facente parte del Gruppo Unipol, iscritto all'Albo dei Gruppi Assicurativi al n. 046.

Milano Assicurazioni ha sede legale in Milano, via Senigallia n. 18/2, ed è iscritta al Registro delle Imprese di Milano, codice fiscale e partita IVA 00957670151. Alla data della presente relazione, il capitale sociale di Milano Assicurazioni è di Euro 373.682.600,42 i.v., suddiviso in complessive n. azioni 1.944.800.842 senza indicazione del valore nominale, di cui n. 1.842.334.571 azioni ordinarie e n. 102.466.271 azioni di risparmio.

2.4.2 Oggetto sociale

La società ha per oggetto in Italia e all'estero:

- l'esercizio delle assicurazioni sulla vita umana nelle varie loro forme e combinazioni, ivi comprese le capitalizzazioni, le rendite vitalizie e qualsiasi altra assicurazione complementare od attinente alle assicurazioni sulla vita;
- l'esercizio di qualsiasi assicurazione di specie diversa dalle precedenti;
- l'esercizio delle riassicurazioni di qualsiasi specie;
- la gestione di tutte le forme pensionistiche complementari di cui alla normativa vigente, nonché la costituzione di fondi pensione aperti e lo svolgimento delle attività accessorie o funzionali alla gestione dei fondi pensione;

- l’assunzione di partecipazioni o rappresentanze di società o di uffici, che operano in via esclusiva, principale od ausiliaria nel campo assicurativo o riassicurativo;
- la gestione per conto di terzi, con o senza reciprocità, di uno o più rami o servizi;
- il compimento di qualsiasi altra operazione e l’assunzione di qualsiasi altra partecipazione che si ritengano utili od opportune ai fini sociali.

2.4.3 Consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni è stato nominato dall’assemblea degli azionisti del 30 novembre 2012, e rimarrà in carica fino alla data dell’assemblea convocata per l’approvazione del bilancio relativo all’esercizio chiuso al 31 dicembre 2012.

Il consiglio è composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Fabio Cerchiai	Presidente
Pierluigi Stefanini	Vice Presidente
Carlo Cimbri	Amministratore Delegato
Carla Angela	Consigliere
Silvia Bocci	Consigliere
Antonio Rizzi	Consigliere
Gianluca Brancadoro	Consigliere
Cristina De Benetti	Consigliere
Franco Ellena	Consigliere

2.4.4 Comitato esecutivo e altri comitati

Il consiglio di amministrazione ha costituito al proprio interno un comitato esecutivo e una pluralità di comitati aventi funzioni consultive e propositive nei confronti del consiglio stesso. Le deliberazioni adottate dai comitati consultivi non sono vincolanti per il consiglio di amministrazione.

(a) Comitato esecutivo

Ai sensi dell'art. 18 dello statuto sociale, il consiglio di amministrazione ha attribuito al comitato esecutivo, composto attualmente di 3 membri, funzioni consultive e il compito di collaborare all'individuazione delle politiche di sviluppo e delle linee guida dei piani strategici ed operativi da sottoporre al consiglio di amministrazione.

Il consiglio di amministrazione ha inoltre conferito al comitato esecutivo specifici poteri, da esercitarsi comunque nel rispetto di limiti di valore determinati.

Alle riunioni del comitato esecutivo è chiamato a partecipare il collegio sindacale.

Il comitato esecutivo è composto dai seguenti membri, che per le cariche sociali ricoperte, ne fanno parte di diritto ai sensi dello statuto sociale:

Nome	Carica
Fabio Cerchiai	Presidente
Pierluigi Stefanini	Vice Presidente
Carlo Cimbri	Amministratore Delegato

(b) Comitati consultivi

I comitati consultivi sono il comitato per la remunerazione e il comitato controllo e rischi. In particolare:

- *Comitato per la remunerazione*: il consiglio di amministrazione del 4 dicembre 2012 ha nominato quali componenti del comitato per la remunerazione i consiglieri Gianluca Brancadoro (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Carla Angela e Silvia Bocci, tutti indipendenti. Resta altresì individuato nel comitato di remunerazione, laddove la sua composizione sia conforme a quanto previsto dal Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del marzo 2010, il comitato di amministratori indipendenti chiamato ad esprimere il preventivo motivato parere sulle deliberazioni (diverse da quella assunta dall'assemblea o dal consiglio di amministrazione nell'ambito di un importo

complessivo preventivamente determinato dall'assemblea) in materia di remunerazione degli amministratori della società anche con riferimento ad eventuali cariche rivestite o incarichi svolti in società controllate, laddove tali compensi – ricorrendone i presupposti – non rientrino nelle politiche di remunerazione approvate dall'assemblea.

- *Comitato controllo e rischi*: il consiglio di amministrazione del 4 dicembre 2012 ha nominato quali componenti del comitato controllo e rischi i consiglieri Carla Angela (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Silvia Bocci e Antonio Rizzi, tutti indipendenti. Resta altresì individuato nel comitato controllo e rischi il comitato di amministratori indipendenti chiamato ad esprimere il preventivo motivato parere da sottoporre al consiglio di amministrazione per le operazioni c.d. "di minore rilevanza" con parti correlate, così come definite dal Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del marzo 2010.

(c) Comitato di amministratori indipendenti

Il consiglio di amministrazione ha nominato quali componenti del comitato di amministratori indipendenti, istituito ai sensi della procedura per operazioni con parti correlate di Milano Assicurazioni in relazione alla prospettata integrazione con il Gruppo Unipol, i Consiglieri Antonio Rizzi (nel ruolo di *Lead Coordinator*), Gianluca Brancadoro e Cristina De Benetti, tutti indipendenti e non correlati. Il comitato è incaricato di esprimere il proprio parere in ordine alla definitiva approvazione dei termini essenziali della fusione.

2.4.5 Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili

Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili e societari è il Dott. Massimo Dalfelli.

2.4.6 Il collegio sindacale

Il collegio sindacale è stato nominato dall'assemblea del 10 luglio 2012 e, ai sensi di legge, resta in carica sino all'approvazione del bilancio dell'esercizio 2014. E' composto dai seguenti membri:

Nome	Carica
Giuseppe Angiolini	Presidente
Antonino D'Ambrosio	Sindaco effettivo

Giorgio Loli	Sindaco effettivo
Francesco Bavagnoli	Sindaco supplente
Claudio De Re	Sindaco supplente
Michela Zeme	Sindaco supplente

3. DESCRIZIONE DELLE ATTIVITÀ DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI

3.1 L'attività di Fonsai

Fonsai è una società assicurativa multiramo, che opera nei settori assicurativi Danni e Vita, sia direttamente, sia per il tramite di società controllate direttamente o indirettamente, anche attraverso accordi di *bancassurance* con istituti bancari italiani, coprendo la gamma dei prodotti assicurativi e finanziari-assicurativi pressoché interamente.

Nata il 31 dicembre 2002 dall'incorporazione di “La Fondiaria Assicurazioni” in “Sai - Società Assicuratrice Industriale”, Fonsai è la compagnia assicurativa italiana *leader* nei rami auto, con una posizione di assoluto rilievo nel settore Danni (a livello di Gruppo, è il secondo operatore nei rami Danni, Fonte: “Premi del lavoro diretto italiano 2011” – Edizione 2012 – aprile 2012). Fonsai opera sul territorio con oltre 1.200 agenzie, distribuite nelle divisioni SAI e Fondiaria, offrendo ai propri clienti una gamma completa di soluzioni assicurative *retail e corporate*, negli ambiti Danni e Vita.

A Fonsai fa capo un gruppo articolato che affianca alla gestione assicurativa tradizionale, l'attività finanziaria, di intermediazione finanziaria, bancaria, del risparmio gestito nonché, in misura residuale, una serie di partecipazioni nel settore immobiliare e, in via residuale, in altri settori (agricolo, sanitario e alberghiero).

Fonsai offre una gamma completa e attuale di prodotti assicurativi per la tutela in tutti i settori di rischio, per il risparmio e per la previdenza integrativa. Il Gruppo Fonsai offre inoltre prodotti di tutela legale e servizi di credito al consumo personale realizzati dalle società del Gruppo Fonsai dedicate alle attività diversificate.

In particolare il Gruppo Fonsai opera nei seguenti settori:

- (i) assicurativo Danni: è il settore storico del Gruppo Fonsai, la cui attività è svolta nei rami Danni principalmente tramite le società multiramo Fonsai, Milano Assicurazioni, DDOR Novi Sad Ado e le società specializzate per canale e/o per ramo Dialogo Assicurazioni S.p.A., Liguria Società di Assicurazioni S.p.A. e SIAT – Società Italiana Assicurazioni e Riassicurazioni S.p.A. e per l'attività di *bancassurance* sviluppata nei rami Danni, tramite l'accordo di *joint venture* (Incontra Assicurazioni S.p.A.) sottoscritto da Fonsai con Capitalia S.p.A. (oggi gruppo UniCredit);
- (ii) assicurativo Vita: l'attività è svolta nei rami Vita tramite le società multiramo Fonsai, Milano Assicurazioni, oltre a Liguria Vita S.p.A., mentre per l'attività di *bancassurance* è sviluppata nei rami Vita sia tramite l'accordo di *partnership* tra il Gruppo Fonsai e il Gruppo Banco Popolare attraverso il veicolo Popolare Vita S.p.A., sia tramite l'accordo di *partnership* tra il Gruppo Fonsai e Banca Intermobiliare S.p.A. attraverso il veicolo BIM Vita S.p.A.;
- (iii) altre Attività: con particolare riferimento al comparto bancario e finanziario, il Gruppo Fonsai, tramite BancaSai S.p.A., è focalizzato sull'attività bancaria tradizionale, e su altri servizi, quali il credito personale e al consumo, erogato tramite la controllata Finitalia S.p.A. Il Settore altre attività comprende inoltre le società del Gruppo Fonsai operanti in ambito alberghiero, sanitario ed in comparti diversificati rispetto a quello assicurativo o immobiliare;
- (iv) immobiliare: inoltre, il Gruppo Fonsai svolge anche attività immobiliari principalmente tramite Immobiliare Lombarda S.p.A., Immobiliare Fonsai Srl e Immobiliare Milano Assicurazioni Srl e altre società minori. Possiede infine la pressoché totalità delle quote dei Fondi Immobiliari chiusi Tikal R.E. Fund e Athens R.E. Fund, istituiti e gestiti dalla controllata SAI Investimenti SGR S.p.A.

SINTESI DEI DATI PIU' SIGNIFICATIVI DELL'ATTIVITA' ASSICURATIVA DELL'INCORPORANTE

(Valori in milioni di Euro)

	3° Trimestre	Bilancio	Bilancio
	2012	2011	2010
Premi lordi	3.118,0	4.842,0	5.062,8
variazione % ⁽¹⁾	-9,2	-4,4	5,2
Premi diretti	3.110,7	4.831,1	5.049,2
variazione % ⁽¹⁾	-9,2	-4,3	5,2

Pagamenti (sinistri, scadenze, riscatti e rendite)	3.189,6	4.181,6	4.221,0
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	8,7	-0,9	2,9
Rapporto % Sinistri/Premi rami Danni (lavoro diretto)	71,9	85,3	80,6
Spese di gestione	630,3	909,3	919,5
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	-5,9	-1,1	4,3
Rapporto % spese di gestione/premi comparto danni	22,8	22,2	22,2
Combined ratio lavoro diretto ⁽³⁾	94,7	107,5	102,8
Proventi netti da investimenti e profitti su realizzi			
-esclusa la classe 'D' e le rettifiche di valore	385,6	492,8	531,8
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	-3,0	-7,3	-23,9
-esclusa la classe 'D' e comprese le rettifiche di valore	391,5	-589,4	-71,2
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	n.s.	n.s.	n.s.
Risultato netto	124,2	-1.020,4	-636,4
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	n.s.	-60,3	n.s.
Investimenti e disponibilità	16.416,9	15.416,6	16.089,3
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	6,5	-4,2	-2,3
Riserve tecniche	14.506,5	15.138,4	14.740,8
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	-4,2	2,7	3,5
Rapporto % riserve tecniche/premi			
-Danni	256,8	178,2	163,9
-Vita	1.371,4	800,6	685,2
-Danni+Vita	465,3	312,6	291,2
Patrimonio netto	2.474,2	1.251,4	1.822,5
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	97,7	-31,3	-27,9
N° agenzie	1.202	1.236	1.282
N° agenti	1.888	1.962	2.037
N° dipendenti ⁽⁴⁾	2.561	2.564	2.594

(1) Variazione percentuale sul medesimo periodo dell'esercizio precedente

(2) Variazione percentuale sull'esercizio precedente

(3) Somma del rapporto sinistri/premi del lavoro diretto e del rapporto spese di gestione/premi diretti rami Danni

(4) Numero dipendenti FTE (*full time equivalent*): 2.496

Sotto il profilo economico, il risultato di periodo del terzo trimestre 2012 di Fonsai è positivo per Euro 124,2 milioni, a fronte di una perdita di Euro 237 milioni al 30 settembre 2011.

In sintesi, il risultato conseguito riflette:

- il positivo andamento della gestione corrente dei rami Auto, caratterizzato da un forte calo del numero delle denunce (-17%). In particolare, nel ramo RC Auto l'andamento tecnico è in miglioramento rispetto al settembre 2011, seppure a fronte di una contrazione della raccolta del 5,5% circa rispetto allo stesso periodo del 2011.

- Segnali incoraggianti arrivano dalla forte diminuzione dei sinistri denunciati (sia causati, sia gestiti) e, quindi, della frequenza sinistri per effetto di un trend di miglioramento generalizzato del mercato, nonché per gli interventi di ristrutturazione dei portafogli critici intrapresi già nel corso degli ultimi esercizi. Ancora positiva l'evoluzione dello smontamento delle riserve sinistri relativi alle generazioni precedenti. Il ramo CVT, segna ancora una significativa contrazione dei premi (-11,0% rispetto al 30 settembre 2011), a causa del contesto macroeconomico da cui è derivata sia una forte contrazione delle immatricolazioni sia, in alcuni casi, anche la rinuncia alle coperture Auto non obbligatorie. Dal punto di vista tecnico, la contrazione dei ricavi appare controbilanciata da un calo della componente sinistri;
- la contrazione dei premi dei rami Non Auto (-5,1% rispetto al 30 settembre 2011), che risente degli eventi straordinari avvenuti nei primi mesi del 2012, in particolare degli eventi sismici avvenuti in Emilia-Romagna nei mesi di maggio e giugno che hanno condizionato l'andamento del segmento corporate;
 - la flessione della raccolta Vita (-21% circa rispetto al 30 settembre 2011) a causa del difficile contesto economico-finanziario, seppur in un contesto di operatività finanziaria soddisfacente e di mantenimento di margini reddituali positivi. In particolare, la variazione negativa interessa sia le forme a contenuto più previdenziale, sia quelle di capitalizzazione con contenuti prevalentemente finanziari. La flessione della raccolta, unitamente all'andamento crescente dei riscatti, ha scontato le incertezze legate alle recenti vicende societarie del Gruppo;
 - il decremento di Euro 39,4 milioni rispetto al corrispondente periodo del 2011 delle spese di gestione lorde complessive (pari a Euro 630,3 milioni al 30 settembre 2012), con una incidenza sui premi lordi che passa, a livello complessivo, dal 19,5% al 30 settembre 2011 al 20,1% al 30 settembre 2012. I rami Vita passano da un'incidenza del 7,0% ad una del 9,2% mentre i rami Danni evidenziano un'incidenza del 22,8%, in leggera flessione rispetto al 30 settembre 2011;
 - un lieve peggioramento dei redditi degli investimenti che, senza tener conto delle riprese e delle rettifiche di valore, ammontano a Euro 381,0 milioni (-1,5% rispetto all'analogo periodo del 2011) cui contribuiscono proventi netti ordinari per Euro milioni (Euro 304,0 milioni al 30 settembre 2011) e realizzi netti per Euro 69,3 milioni (Euro 82,9 milioni al 30 settembre 2011): questi ultimi comprendono Euro

- 15,2 milioni (Euro 10,7 milioni al 30 settembre 2011) relativi a realizzi su valori mobiliari immobilizzati inclusi nelle partite straordinarie;
- l'impatto netto positivo sul conto economico delle valutazioni di strumenti finanziari, ivi comprese le partecipazioni in alcune controllate, per Euro 6 milioni (negativo per Euro 352 milioni al 30 settembre 2011) e comprende Euro -1,9 milioni relative a riduzioni di valore su azioni proprie (al 30 settembre 2011 erano state svalutate per Euro 15,2 milioni) che non sono evidenziate nei proventi netti da investimenti, bensì nelle altre partite straordinarie;
 - il saldo negativo delle altre partite ordinarie per Euro 87,6 milioni (negativo per Euro 74,9 milioni al 30 settembre 2011) e comprende Euro 27,4 milioni di quote di ammortamento di attivi immateriali (di cui Euro 11,5 milioni imputabili ad avviamenti ed Euro 14,8 milioni imputabili a spese relative agli aumenti di capitale avvenuti nel 2011 e nel 2012) ed Euro 28 milioni circa di interessi passivi;
 - il saldo positivo delle partite straordinarie per Euro 32 milioni, che accoglie le plusvalenze nette da realizzo su obbligazioni ed azioni immobilizzate per Euro 15,2 milioni, le plusvalenze relative a beni immobili per circa Euro 2,0 milioni e sopravvenienze nette per Euro 13,8 milioni;
 - l'onere fiscale negativo del periodo per complessivi Euro 105 milioni (positivo per Euro 73 milioni al 30 settembre 2011). Si segnala che il conseguimento, al terzo trimestre, di un risultato prima delle imposte positivo porta ad una normalizzazione del carico fiscale di periodo che risulta peraltro negativamente inciso dalle consistenti svalutazioni effettuate su partecipazioni in società del Gruppo fiscalmente ineducibili. Inoltre, l'emersione, ai fini IRES, di un reddito imponibile consente un significativo riassorbimento della fiscalità differita attiva stanziata sulle perdite fiscali rilevate nei precedenti esercizi.

Dal punto di vista patrimoniale, Fonsai alla data del 30 settembre 2012 presenta un attivo pari a Euro 19.396,1 milioni (Euro 18.849,6 milioni al 31 dicembre 2011). Il totale degli investimenti e delle disponibilità è pari ad Euro 16.416,9 milioni, con un incremento del 6,5% (Euro 15.416,6 milioni al 31 dicembre 2011). In particolare, i beni immobili ammontano ad Euro 1.062,7 milioni rispetto ad Euro 1.066,5 milioni del 31 dicembre 2011, al netto del fondo di ammortamento; la variazione del valore lordo di tali beni è attribuibile a spese incrementative per Euro 1,4 milioni ed a vendite per Euro 5,1 milioni, che hanno consentito di realizzare plusvalenze per Euro 2 milioni circa. Per quanto

riguarda gli investimenti in imprese del Gruppo ed in altre partecipate, ammontano a Euro 3.453,9 milioni circa (Euro 3.503,2 milioni al 31 dicembre 2011). Infine, gli altri investimenti finanziari sono pari ad Euro. 10.973,4 milioni (Euro 9.937,2 milioni al 31 dicembre 2011): l'incremento è da attribuirsi prevalentemente alle obbligazioni ed altri titoli a reddito fisso. Si segnala infatti che la liquidità riveniente dal recente aumento di capitale è stata principalmente canalizzata verso titoli dello Stato Italiano.

Il passivo patrimoniale di Fonsai alla stessa data è composto dal patrimonio netto per Euro 2.474,2 milioni, in crescita del 97,7% (Euro 1.251,4 milioni al 31 dicembre 2011) principalmente per effetto della sottoscrizione dell'aumento di Capitale Sociale avvenuto nel corso del terzo trimestre 2012, e dalle riserve tecniche, pari a Euro 14.506,5 milioni in decremento del 4,2% (Euro 15.138,4 milioni al 31 dicembre 2011).

3.2 Descrizione delle attività di Premafin

Premafin opera come holding di partecipazioni che, dopo aver detenuto importanti partecipazioni e attività nel settore immobiliare, negli ultimi anni si è concentrata principalmente nel settore assicurativo, attraverso la partecipazione al capitale sociale di Fonsai (con una quota del relativo capitale ordinario pari al 32,853%%, direttamente e al 4,177%%, indirettamente tramite Finadin) e di Milano Assicurazioni (indirettamente, con una quota del relativo capitale ordinario pari al 63,631%), continuando a svolgere, mediante le controllate dirette e indirette, attività di promozione e sviluppo di attività immobiliari.

PREMAFIN - SINTESI DEI DATI PIU' SIGNIFICATIVI*(Valori in milioni di Euro)*

	3° Trimestre	Bilancio	Bilancio
	2012	2011	2010
Proventi da partecipazioni	0,0	0,0	4,1
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>0,0</i>	<i>-100,0</i>	<i>-83,3</i>
Altri proventi finanziari (inclusi proventi per chiusura equity swap)	44,5	1,6	0,4
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>3714,2</i>	<i>254,3</i>	<i>-21,8</i>
Interessi e altri oneri finanziari	-10,4	-30,1	-28,2
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>-59,2</i>	<i>6,8</i>	<i>57,1</i>
Spese di gestione (inclusi accantonamenti a fondo rischi)	-42,3	-18,9	-16,1
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>185,7</i>	<i>17,6</i>	<i>29,0</i>
Rettifiche di valore di attività finanziarie	-32,0	-436,7	-66,0
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>219,9</i>	<i>561,3</i>	<i>1531,4</i>
Risultato netto	-46,2	-440,3	-102,8
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>591,8</i>	<i>328,4</i>	<i>2537,6</i>
Disponibilità liquide	21,5	24,5	20,1
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>-12,3</i>	<i>22,1</i>	<i>152,0</i>
Partecipazioni	799,7	484,9	911,4
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>64,9</i>	<i>-46,8</i>	<i>-6,8</i>
Crediti verso imprese controllate	55,1	16,7	1,1
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>229,6</i>	<i>1411,8</i>	<i>-94,4</i>
Totale attivo	885,8	537,5	957,3
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>64,8</i>	<i>-43,9</i>	<i>-7,3</i>
Debiti verso banche	377,4	323,1	322,7
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>16,8</i>	<i>0,1</i>	<i>3,2</i>
Fondi per rischi ed oneri	56,6	66,8	48,2
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>-15,3</i>	<i>38,7</i>	<i>53,0</i>
Patrimonio netto	434,8	141,4	581,7
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>207,4</i>	<i>-75,7</i>	<i>-15,0</i>
N° dipendenti ⁽³⁾	21	20	27

(1) Variazione percentuale sul medesimo periodo dell'esercizio precedente.

(2) Variazione percentuale sull'esercizio precedente.

(3) Numero dipendenti FTE (*full time equivalent*).

Sotto il profilo economico Premafin, alla data del 30 settembre 2012, registra una perdita, riferibile ai primi nove mesi dell'esercizio 2012, pari a Euro 46,2 milioni. Tale risultato, in assenza di distribuzione di dividendi da parte della controllata Fonsai per l'esercizio in corso, è ascrivibile principalmente, oltre ai costi di struttura, all'accantonamento effettuato al fondo per rischi ed oneri (pari a Euro 34,1 milioni) a seguito dell'inasprimento del contenzioso legale, agli oneri finanziari sull'indebitamento bancario (pari a Euro 10,4 milioni), nonché al saldo positivo (pari a Euro 11,6 milioni)

tra proventi finanziari e svalutazione partecipazioni a seguito della risoluzione consensuale del contratto di *equity swap* in essere con UniCredit S.p.A. a valere su una quota dell'1% circa del capitale ordinario di Fonsai (*ante* Aumento di Capitale Fonsai).

Dal punto di vista patrimoniale Premafin, alla data del 30 settembre 2012, presenta un attivo di Euro 885,8 milioni, composto in prevalenza da immobilizzazioni finanziarie (partecipazione in Fonsai pari ad Euro 773,4, partecipazione in Finadin pari ad Euro 20,9 milioni e crediti verso imprese controllate pari a Euro 55,1 milioni) e disponibilità liquide (pari a Euro 21,5 milioni). Il passivo patrimoniale alla medesima data è composto in prevalenza dal patrimonio netto (pari a Euro 434,8 milioni), debiti verso banche (pari a Euro 377,4 milioni) e fondi per rischi ed oneri (pari a Euro 56,6 milioni).

3.3 Descrizione delle attività di Unipol Assicurazioni

Le principali attività di Unipol Assicurazioni si concentrano nel settore assicurativo, in particolare nei rami Danni e nei rami Vita e nella previdenza integrativa, soprattutto nella costituzione e gestione di fondi pensione aperti e negoziali.

Unipol Assicurazioni distribuisce i propri prodotti assicurativi avvalendosi di una rete che, al 30 settembre 2012, risulta costituita da 1.606 agenzie, nell'ambito delle quali operano 2.605 agenti, 3.428 punti vendita subagenzie e 125 broker. Unipol Assicurazioni colloca prodotti vita anche tramite gli sportelli bancari di Unipol Banca e attraverso le reti di promotori finanziari di Simgest S.p.A. e Credit Suisse Italy S.p.A.

SINTESI DEI DATI PIU' SIGNIFICATIVI DELL'ATTIVITA' ASSICURATIVA

(Valori in milioni di Euro)

	3° Trimestre 2012	Bilancio 2011	Bilancio 2010 (*)
Premi lordi	4.080,0	5.626,2	5.724,1
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	3,6	-1,7	
Premi diretti	4.054,9	5.597,9	5.695,6
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	3,6	-1,7	
Pagamenti (sinistri, scadenze, riscatti e rendite)	3.718,8	4.840,2	4.913,8
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	12,7	-1,5	
Rapporto % Sinistri/Premi rami Danni (lavoro diretto)	70,8	72,9	80,2
Spese di gestione	700,0	972,5	965,3
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	1,0	0,7	
Rapporto % spese di gestione/premi comparto danni	24,9	23,2	22,8
Combined ratio lavoro diretto ⁽³⁾	95,7	96,1	102,9
Proventi netti da investimenti e profitti su realizzi			
-esclusa la classe 'D' e le rettifiche di valore	561,7	676,2	635,9
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	11,3	6,3	

-esclusa la classe 'D' e comprese le rettifiche di valore	637,1	-65,7	302,7
variazione % ⁽¹⁾	353,1	-121,7	
Risultato netto	386,0	-339,2	-165,7
variazione % ⁽¹⁾	204,5	-104,7	
Investimenti e disponibilità	20.660,3	19.928,3	19.868,1
variazione % ⁽²⁾	3,7	0,3	
Riserve tecniche	19.545,0	19.601,0	19.588,7
variazione % ⁽²⁾	-0,3	0,1	
Rapporto % riserve tecniche/premi			
-Danni	254,7	177,2	182,4
-Vita	868,6	703,5	662,3
-Danni+Vita	479,0	348,4	342,2
Patrimonio netto	1.544,5	1.158,5	1.347,7
variazione % ⁽²⁾	33,3	-14,0	
N° agenzie	1.606	1.836	2.116
N° agenti	2.605	2.951	3.183
N° dipendenti ⁽⁴⁾	3.685	3.679	3.646

(*) I dati comparativi riferiti al 31 dicembre 2010 comprendono anche i valori del ramo di azienda di Navale Assicurazioni conferito in Unipol Assicurazioni con effetto dall'1 gennaio 2011.

(1) Variazione percentuale sul medesimo periodo dell'esercizio precedente.

(2) Variazione percentuale sull'esercizio precedente.

(3) Somma del rapporto sinistri/premi del lavoro diretto e del rapporto spese di gestione/premi diretti rami Danni.

(4) Numero dipendenti FTE (*full time equivalent*): 3.529.

Unipol Assicurazioni chiude i primi nove mesi del 2012 con un risultato positivo di Euro 386 milioni.

I premi del lavoro diretto evidenziano un incremento complessivo del 3,6% rispetto all'analogo periodo dell'esercizio precedente, che deriva da un incremento del 17% dei premi diretti del comparto Vita e da un decremento del 2,8% dei premi diretti del comparto Danni.

Nel comparto Danni i premi del lavoro diretto al 30 settembre 2012 ammontano complessivamente a Euro 2.565 milioni. La raccolta premi del ramo RC Auto risulta in lieve calo per effetto soprattutto del perdurare di politiche assuntive selettive, mentre migliora la sinistralità grazie ad un sensibile calo dei sinistri denunciati. Nei rami Non Auto l'andamento tecnico risulta sensibilmente influenzato da una maggiore incidenza di sinistri legati alle rigide temperature ed alle copiose nevicate che hanno investito alcune regioni italiane nel mese di febbraio 2012 e, soprattutto, dagli effetti degli eventi sismici del mese di maggio 2012 che hanno interessato l'Emilia e zone limitrofe valutati al 30

settembre 2012 in circa Euro 100 milioni (circa Euro 50 milioni al netto della quota di riassicurazione).

Nonostante gli effetti del terremoto sulla sinistralità, Unipol Assicurazioni registra un rapporto sinistri/premi del 70,8% contro il 72,9% al 31 dicembre 2011 e contro il 75,3% al terzo trimestre del 2011.

L'*expense ratio* del lavoro diretto è pari al 24,9%, in crescita rispetto al 23,6% del terzo trimestre 2011, risentendo, oltre che del calo dei premi, di una maggiore incidenza dei costi di acquisizione legati, principalmente, ad oneri connessi al nuovo integrativo agenti e ai costi connessi alle cosiddette scatole nere (polizze Unibox) che il recente D.L. 24 gennaio 2012, n. 1 (c.d. decreto "Liberalizzazioni") ha posto interamente a carico delle compagnie assicurative.

Nel comparto Vita, in un contesto di mercato che continua a risentire degli effetti della crisi economica sulla capacità di risparmio delle famiglie italiane, Unipol Assicurazioni chiude al 30 settembre 2012 con un totale di premi diretti pari a Euro 1.490 milioni, in crescita del 17% rispetto al dato dello stesso periodo dell'anno precedente, grazie all'ingresso nel mese di luglio 2012 di due nuovi mandati di Fondi Chiusi Garantiti (ramo VI) per circa Euro 411 milioni. Le somme pagate del ramo Vita risultano in aumento del 51,9%. Tale aumento è riconducibile soprattutto alle polizze Index di ramo III e alla scadenza di due convenzioni di ramo VI.

Le riserve tecniche al 30 settembre 2012 ammontano complessivamente a Euro 19.545 milioni, di cui Euro 6.593 milioni relative al comparto Danni, con un decremento dell'1,9% rispetto al 31 dicembre 2011, ed Euro 12.952 milioni relative al comparto Vita, classe D inclusa, con un decremento dello 0,6% rispetto al 31 dicembre 2011.

I proventi ordinari e straordinari netti degli investimenti, comprese le plusvalenze nette realizzate e le riprese e rettifiche di valore, con esclusione dei proventi netti relativi alla classe D, ammontano a Euro 637 milioni al 30 settembre 2012. Unipol Assicurazioni si è avvalsa della facoltà di cui all'art. 15 quindicesimo comma del D.-L. 29 novembre 2008, n. 185, così come disciplinata dal Regolamento ISVAP n. 43 del 12 luglio 2012. La normativa citata consente di non allineare il valore di bilancio dei titoli di Stato UE presenti nel portafoglio circolante, o di parte di essi, al prezzo desumibile dall'andamento dei mercati e di mantenerli iscritti ai valori precedentemente approvati o ai valori di acquisto, a meno che non sussistano perdite di carattere durevole. Ciò ha

determinato la rilevazione di minori minusvalenze sui predetti titoli per un importo complessivo pari a Euro 44 milioni al lordo dell'effetto fiscale.

3.4 Descrizione delle attività di Milano Assicurazioni

Milano Assicurazioni è un primario operatore del mercato assicurativo italiano, attivo sia nel settore delle assicurazioni contro i danni che in quello delle assicurazioni sulla vita, direttamente e, indirettamente, *in primis* tramite le controllate Liguria Assicurazioni, Dialogo Assicurazioni e Systema Compagnia di Assicurazioni S.p.A., con un ammontare di premi annui consolidati di oltre Euro 3.600 milioni ed una rete di vendita costituita da oltre 2.000 agenzie che operano su tutto il territorio nazionale.

Il Gruppo Milano Assicurazioni opera anche nel settore immobiliare principalmente tramite le società Immobiliare Milano Assicurazioni, Sintesi Seconda S.r.l. e Campo Carlo Magno S.p.A.. Possiede inoltre la totalità delle quote del Fondo Immobiliare chiuso Athens R.E. Fund istituito e gestito dalla partecipata SAI Investimenti SGR S.p.A., e opera nel settore altre attività tramite la società Sogeint S.r.l.

Milano Assicurazioni offre una gamma completa e attuale di prodotti assicurativi per la tutela in tutti i settori di rischio, per il risparmio e per la previdenza integrativa.

SINTESI DEI DATI PIU' SIGNIFICATIVI DELL'ATTIVITA' ASSICURATIVA (Valori in milioni di Euro)

	3° Trimestre 2012	Bilancio 2011	Bilancio 2010
Premi lordi	2.064,8	3.085,5	3.321,3
variazione % ⁽¹⁾	-6,6	-7,1	0,5
Premi diretti	2.037,6	3.046,8	3.290,7
variazione % ⁽¹⁾	-6,5	-7,4	-0,1
Pagamenti (sinistri, scadenze, riscatti e rendite)	2.103,8	2.853,4	2.970,7
variazione % ⁽¹⁾	1,7	-3,9	4,3
Rapporto % Sinistri/Premi rami Danni (lavoro diretto)	76,9	88,6	86,3
Spese di gestione	412,2	600,9	617,4
variazione % ⁽¹⁾	-5,4	-2,7	0,1
Rapporto % spese di gestione/premi comparto danni	21,7	21,2	20,9
Combined ratio lavoro diretto ⁽³⁾	98,5	109,8	107,2
Proventi netti da investimenti e profitti su realizzi			
-esclusa la classe 'D' e le rettifiche di valore	271,9	224,3	375,3
variazione % ⁽¹⁾	58,7	-40,2	3,9
-esclusa la classe 'D' e comprese le rettifiche di valore	272,2	-390,2	-58,4
variazione % ⁽¹⁾	n.s.	568,2	n.s.

Risultato netto	70,7	-783,3	-512,7
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	<i>n.s.</i>	<i>52,8</i>	<i>n.s.</i>
Investimenti e disponibilità	8.507,4	8.687,5	9.095,6
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>-2,1</i>	<i>-4,5</i>	<i>-4,1</i>
Riserve tecniche	8.309,5	8.727,3	8.718,7
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>-4,8</i>	<i>0,1</i>	<i>1,2</i>
Rapporto % riserve tecniche/premi			
-Danni	2,7	1,9	1,7
-Vita	13,5	9,3	7,5
-Danni+Vita	4,0	2,8	2,6
Patrimonio netto	1.048,4	977,7	1.411,3
<i>variazione % ⁽²⁾</i>	<i>7,2</i>	<i>-30,7</i>	<i>-28,6</i>
N° agenzie	1.491	1.551	1.678
N° agenti	2.082	2.241	2.451
N° dipendenti ⁽⁴⁾	1.491	1.501	1.597

(1) Variazione percentuale sul medesimo periodo dell'esercizio precedente

(2) Variazione percentuale sull'esercizio precedente

(3) Somma del rapporto sinistri/premi del lavoro diretto e del rapporto spese di gestione/premi diretti rami Danni

(4) Numero dipendenti FTE (*full time equivalent*): 1.458

Al 30 settembre 2012 Milano Assicurazioni registra un utile netto di Euro 70,7 milioni, contro la perdita di Euro 783,3 milioni rilevata al 31 dicembre 2011. In sintesi, il risultato conseguito riflette il ritorno ad un saldo tecnico positivo nei rami Danni, il mantenimento di margini reddituali positivi nei rami Vita ed un significativo miglioramento della gestione finanziaria, non più gravata dalle ingenti rettifiche di valore che avevano penalizzato il precedente esercizio. Peraltro, il conto economico al 30 settembre 2012 è stato influenzato negativamente dal fallimento di Im.Co. S.p.A. e Sinergia Holding di Partecipazioni S.p.A., che ha comportato la rilevazione di perdite su crediti per complessivi Euro 61,6 milioni in relazione ad operazioni immobiliari in essere con Im.Co. S.p.A. e la società (controllata da quest'ultima) Avvenimenti e Sviluppo Alberghiero S.r.L.

Sotto il profilo patrimoniale, gli investimenti e le disponibilità alla data del 30 settembre 2012 ammontano a Euro 8.507,4 milioni, in calo del 2,1% rispetto al 31 dicembre 2011,

principalmente a fronte della riduzione delle riserve tecniche dei rami vita. Gli investimenti comprendono:

- obbligazioni e altri titoli a reddito fisso per Euro 6.133,7 milioni, pari al 72,1% del totale;
- partecipazioni e investimenti azionari di minoranza per Euro 902,7 milioni (10,6% del totale);
- quote di fondi comuni di investimento per Euro 539,4 milioni (6,3%);
- beni immobili per Euro 461 milioni (5,4%);
- liquidità per Euro 271,9 milioni;
- investimenti con rischio finanziario a carico degli assicurati (classe D), per Euro 163,6 milioni;
- investimenti diversi per Euro 35,1 milioni.

Il patrimonio netto al 30 settembre 2012 ammonta a Euro 1.048,4 milioni, in aumento del 7,2% rispetto al 31 dicembre 2011 a seguito del positivo risultato conseguito nei primi nove mesi dell'esercizio corrente.

Il personale dipendente ammonta a n. 1.491 unità, in calo di n. 10 unità rispetto al 31 dicembre 2011. Le spese per prestazioni di lavoro subordinato ammontano a Euro 85,3 milioni, in diminuzione dell'1% rispetto al 30 settembre 2011 (in calo del 5,6% se si esclude la componente legata agli oneri derivanti dal rinnovo del contratto collettivo nazionale di lavoro).

4. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E DELLE MOTIVAZIONI DELLA STESSA, CON PARTICOLARE RIGUARDO AGLI OBIETTIVI GESTIONALI DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE ED AI PROGRAMMI FORMULATI PER IL LORO CONSEGUIMENTO

4.1 Motivazioni strategiche e industriali del Progetto di Integrazione per Fusione

La fusione costituisce passaggio essenziale ed integrante del Progetto di Integrazione per Fusione e persegue, nel contesto di tale complessiva operazione, 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.

In particolare, si rammenta che, all'esito di un articolato e complesso negoziato, UGF aveva da prima formulato, in data 16 aprile 2012, una proposta di valori che prevedeva l'attribuzione ad UGF di una percentuale del capitale sociale dell'Incorporante *post* fusione pari al 66,7%. Successivamente, a seguito delle ulteriori trattative intercorse fra le parti, l'ipotesi originaria è stata successivamente rivista e formalizzata in una nuova proposta presentata da UGF in data 6 giugno 2012, che prevedeva l'attribuzione dei seguenti valori:

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

In data 11 giugno 2012 il consiglio di amministrazione di Fonsai ha quindi deliberato, a maggioranza, previo parere favorevole a maggioranza del comitato di amministratori indipendenti all'uopo istituito, di comunicare a UGF la propria disponibilità a procedere all'ulteriore definizione della prospettata fusione sulla base della suddetta proposta.

Fonsai, nel comunicare la propria disponibilità a procedere nella definizione del Progetto di Integrazione per Fusione ha, fra l'altro, previsto che:

- entro la data di approvazione del Progetto di Fusione, fosse condiviso un piano industriale congiunto, che tenesse conto anche degli interventi richiesti dall'AGCM, predisposto con l'assistenza di primario *advisor* industriale indipendente nominato congiuntamente da tutte le parti che confermasse – attraverso specifica attestazione da rilasciarsi sempre entro la data di approvazione del Progetto di Fusione – la ragionevolezza delle sinergie attese e la quantificazione della patrimonializzazione prospettica previste nel piano medesimo;
- le parti avessero proceduto ad un aggiornamento, per tutte le società coinvolte, delle valutazioni di asset di maggior rilevanza, nel contesto delle usuali attività propedeutiche alla predisposizione del Progetto di Fusione, restando inteso che le risultanze delle verifiche sarebbero state prese in considerazione solo ove rilevanti.

La prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione si è completata con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Premafin, perfezionato in data 19 luglio 2012 con la sottoscrizione dell'aumento riservato da parte di UGF, e con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Fonsai, completato in data 13 settembre 2012 tramite la sottoscrizione delle

azioni Fonsai rimaste inoptate da parte di un Consorzio di Garanzia formato da banche (quanto alle azioni ordinarie) e di UGF (quanto alle azioni di risparmio di categoria B).

Le parti hanno quindi avviato l'*iter* necessario per sottoporre la proposta di fusione alle rispettive assemblee, ponendo in essere le opportune ulteriori attività istruttorie e negoziali.

Con specifico riferimento a Fonsai, il complessivo Progetto di Integrazione per Fusione ha rappresentato, come accennato, lo strumento per assicurare la necessaria e urgente ripatrimonializzazione della società in conformità alle richieste avanzate dall'Autorità di Vigilanza.

Si rammenta in proposito che i risultati dell'esercizio 2011 avevano evidenziato una situazione di *deficit* patrimoniale di Fonsai, alla luce della quale l'ISVAP, ai sensi dell'applicabile disciplina di vigilanza assicurativa in materia di margine di solvibilità, aveva richiesto alla stessa società di presentare tempestivamente un piano di risanamento che consentisse di ripristinare il rispetto dei necessari margini.

A tal proposito, nel piano di intervento trasmesso all'ISVAP in data 30 gennaio 2012 ai sensi dell'art. 227 del Codice delle Assicurazioni Private, riguardante le iniziative necessarie per ripristinare la situazione di solvibilità corretta e per garantire la solvibilità futura, Fonsai aveva espressamente indicato che l'Aumento di Capitale Fonsai, strumentale alla necessaria ripatrimonializzazione, si inseriva, quale passaggio funzionale ed integrante, nel più ampio ambito del Progetto di Integrazione per Fusione.

Proprio in esecuzione della prima fase del Progetto di Integrazione per Fusione è stato infatti integralmente sottoscritto l'Aumento di Capitale Fonsai, che si è perfezionato come detto in data 13 settembre 2012.

Per altro verso come si dirà meglio nel prosieguo, il Progetto di Integrazione per Fusione offre la prospettiva della creazione di significative sinergie industriali, suscettibili di produrre valore, in un orizzonte di medio-lungo periodo, per tutti gli azionisti di Fonsai.

In aggiunta, la prospettata fusione, pur considerata isolatamente rispetto alle altre componenti del Progetto di Integrazione per Fusione, comporta – anche al netto degli effetti dell'incorporazione di Premafin e dei costi stimati dell'eventuale esercizio del diritto di recesso degli azionisti della stessa Premafin e degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni – un incremento del margine di solvibilità prospettico di Fonsai *post* fusione, come attualmente stimabile al 31 dicembre 2012.

Più nel dettaglio, il Progetto di Integrazione per Fusione è volto a perseguire i seguenti principali obiettivi:

- (aa) in primo luogo, 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 Fonsai;
- (bb) in termini di governo, migliorare e razionalizzare l'attività di direzione e coordinamento sulla società assicurativa risultante dalla fusione. Difatti, sebbene alla data odierna UGF già eserciti direttamente la direzione e coordinamento su Fonsai 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;
- (cc) 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 che mira a consolidare la propria posizione competitiva nel mercato assicurativo, per redditività, qualità del servizio al cliente ed innovazione. Tale visione potrà essere raggiunta attraverso tre direttrici di lavoro principali miranti a:
 - la ristrutturazione del *business* delle società assicurative del Gruppo Fonsai, 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 che 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;

Tali direttrici di lavoro sono state sviluppate nei mesi scorsi, nell'ambito della predisposizione del piano industriale 2013 – 2015 congiunto, da parte del

management delle società coinvolte nella fusione con il supporto di un primario *advisor* industriale indipendente. In particolare le analisi predisposte hanno portato a definire:

- una stima di sinergie realizzabili a regime al 2015 pari a circa Euro 350 milioni;
- una puntuale identificazione delle azioni previste nel piano industriale congiunto finalizzate alla realizzazione degli obiettivi economico-finanziari contemplati nel suddetto piano;

- (dd) 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 l'obiettivo di accrescere valore per tutti i soci;
- (ee) 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 (che, nel caso di specie, sono particolarmente elevati dato che i soggetti in questione sono in gran parte quotati e regolamentati) 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;
- (ff) inoltre, sviluppare iniziative commerciali delle società partecipanti alla fusione anche attraverso l'uso di segni distintivi che valorizzino il valore aggiunto rappresentato dalla realtà aggregata;
- (gg) ancora, 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;
- (hh) 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;
- (ii) infine, anche nell'ottica degli azionisti di risparmio in generale – ivi 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.

4.2 Passaggi societari e regolamentari in cui si articola la fusione

La fusione prevede l'incorporazione di Premafin, Unipol Assicurazioni ed eventualmente Milano Assicurazioni in Fonsai.

Trattandosi di operazioni societarie tra imprese facenti parte dello stesso gruppo, la fusione costituisce operazione con parti correlate 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 (di seguito, il **"Regolamento Parti Correlate"**) e della procedura per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria Sai (di seguito, la **"Procedura"**).

In proposito, trattandosi di operazione con parti correlate di c.d. "maggiore rilevanza", la fusione è stata sottoposta al parere vincolante dell'apposito comitato interno composto da amministratori indipendenti della società, che ha espresso parere favorevole.

Una descrizione della procedura relativa alle operazioni con parti correlate che è stata seguita da Fonsai è contenuta nel documento informativo redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, che verrà pubblicato nel rispetto dei termini ivi indicati.

Si segnala inoltre che poiché la fusione costituisce operazione "significativa" ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, le società quotate partecipanti alla fusione sono tenute, nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente, a pubblicare il Documento Informativo ai sensi dell'art. 70, sesto comma, del Regolamento Emittenti, contenente anche informazioni finanziarie pro-forma, il quale deve essere messo a disposizione degli azionisti almeno quindici giorni prima delle assemblee straordinarie dei soci che verranno convocate per l'approvazione della fusione.

Inoltre, poiché tre delle quattro società partecipanti alla fusione sono imprese assicuratrici, l'operazione verrà sottoposta all'approvazione dell'ISVAP ai sensi e per gli effetti degli artt. 201 del Codice delle Assicurazioni Private e 23 e seguenti del Regolamento ISVAP sulle Operazioni Straordinarie. Ai sensi delle disposizioni primarie

e secondarie richiamate, l'ISVAP dispone di 120 giorni dalla data di presentazione dell'istanza per autorizzare il Progetto di Fusione, salva eventuale interruzione.

A ciò si aggiunga che, poiché per effetto della fusione muteranno gli assetti proprietari, diretti o indiretti, di alcune società assicuratrici estere e/o bancarie partecipate dalle Incorporande, si renderanno necessarie le comunicazioni alle, e le autorizzazioni delle, competenti autorità.

Sarà inoltre, necessario richiedere alla COVIP l'approvazione preventiva delle modifiche - direttamente conseguenti alla fusione - ai regolamenti dei prodotti di previdenza complementare attualmente gestiti sia dall'incorporante che dalle compagnie incorporande.

I consigli di amministrazione delle società partecipanti alla fusione e della capogruppo si sono avvalsi di *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità ai fini della determinazione degli elementi economici della fusione e segnatamente dei seguenti: (i) per Fonsai Goldman Sachs, e Citi (quest'ultimo *advisor* finanziario del comitato di amministratori indipendenti). Fonsai si è avvalsa inoltre, in relazione all'esame delle metodologie valutative utilizzate e delle risultanze dell'attività valutativa, della consulenza del Prof. Mario Cattaneo; (ii) per Premafin Leonardo & Co. S.p.A. e il Prof. Maurizio Dallochio (quest'ultimo anche *advisor* finanziario del Comitato di amministratori indipendenti); (iii) per Unipol Assicurazioni e UGF Lazard, il Prof. Paolo Gualtieri e, come *advisor* del comitato di amministratori indipendenti di UGF, J.P. Morgan); e (iv) per Milano Assicurazioni Rothschild S.p.A. (anche *advisor* finanziario del comitato di amministratori indipendenti, essendo in ogni caso il consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni composto in maggioranza da amministratori indipendenti) e il Prof. Angelo Provasoli.

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 dell'art. 2501-*quater* cod. civ. – dai consigli di amministrazione delle società partecipanti alla fusione che hanno approvato il Progetto di Fusione.

In data 7 dicembre 2012, il Tribunale di Torino ha designato Reconta Ernst & Young S.p.A. quale esperto comune incaricato di redigere la relazione sulla congruità dei rapporti di cambio ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2501-*sexies* cod. civ.

La tempistica della fusione è, in linea di principio e ferme restando le variazioni che si renderanno necessarie per esigenze regolamentari, la seguente:

- immediatamente a ridosso della data della presente relazione, presentazione all'ISVAP, da parte delle società partecipanti alla fusione, dell'istanza congiunta di autorizzazione alla fusione, corredata da tutta la necessaria documentazione;
- successivamente, presentazione (i) alla COVIP, da parte delle compagnie partecipanti alla fusione, dell'istanza per l'approvazione delle modifiche ai regolamenti di gestione dei prodotti previdenziali che si rendano necessarie in conseguenza della fusione e (ii) alle Autorità di Vigilanza estere esercitanti attività di vigilanza sulle società del Gruppo di diritto estero indirettamente interessate dalla fusione medesima delle istanze per l'ottenimento delle approvazioni richieste dalla normativa applicabile;
- nel più breve tempo tecnicamente possibile (e salve comunque le esigenze regolamentari sopra previste), ottenimento dell'autorizzazione alla fusione e conseguente adozione delle delibere di approvazione definitiva della fusione;
- fermo restando il rispetto del termine di sessanta giorni di cui all'art. 2503 cod. civ. nel rispetto delle modalità ivi indicate, stipula dell'atto di fusione comunque entro la fine dell'esercizio 2013.

La fusione potrà essere perfezionata anche con più atti e/o in più fasi e resta comunque subordinata all'ottenimento delle autorizzazioni da parte dell'ISVAP e delle altre Autorità competenti nonché alla permanenza delle Esenzioni.

5. I RAPPORTI DI CAMBIO E I CRITERI SEGUITI PER LA DETERMINAZIONE DI TALI RAPPORTI

5.1 I rapporti di cambio

Nelle riunioni odierne, i consigli di amministrazione di Fonsai e delle Incorporande, dopo aver esaminato le relazioni dei rispettivi *advisor* finanziari e con il supporto e le indicazioni di questi ultimi, preso atto del motivato parere favorevole dei comitati di amministratori indipendenti all'uopo istituiti, hanno approvato i rapporti di cambio tra azioni Fonsai e azioni delle Incorporande in base ai quali si procederà alla assegnazione delle azioni della Incorporante di cui appresso. In particolare, nell'ambito dei *range* di

valutazione fissati dagli *advisor* finanziari il consiglio di amministrazione ha provveduto a determinare i rapporti di cambio nella seguente misura:

- numero 0,050 azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin;
- numero 1,497 azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni;
- qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione: (i) numero 0,339 azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e (ii) numero 0,549 azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

Nel caso in cui l’assemblea speciale di Milano Assicurazioni non approvi la fusione (v. *infra* il paragrafo 10), gli altri rapporti di cambio rimarranno invariati.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Le azioni ordinarie e le azioni di risparmio di categoria “B” che verranno assegnate dall’Incorporante in concambio, rispettivamente, delle azioni ordinarie di tutte le Incorporande e delle azioni di risparmio di Milano Assicurazioni avranno tutte godimento regolare.

In particolare, le azioni ordinarie e di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante emesse e/o assegnate in concambio agli azionisti delle Incorporande che ne abbiano diritto attribuiranno ai loro titolari diritti equivalenti a quelli spettanti ai titolari delle azioni ordinarie e di risparmio di categoria “B” di Fonsai in circolazione al momento della predetta emissione e/o assegnazione.

A tale riguardo si segnala 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. Con riferimento alle azioni di risparmio di categoria “B” Fonsai, si segnala altresì che: (i) in considerazione del numero esiguo di azioni di risparmio di categoria “A” di Fonsai in circolazione, l’incidenza economica del privilegio di priorità spettante alle azioni di risparmio di categoria “A” di Fonsai non sarà significativa, risultando contenuta entro l’ammontare massimo di circa Euro 8,3 milioni per ciascun

esercizio (fermo restando il cumulo maturato o che potrebbe in futuro maturare), (ii) il privilegio individuale per azione che spetterebbe agli attuali azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni in caso di concambio con le azioni di risparmio di categoria “B” di Fonsai sarebbe migliorativo rispetto a quello attualmente spettante alle azioni di risparmio di Milano Assicurazioni e (iii) sulla base dell’attuale piano industriale dell’Incorporante *post* fusione, l’incremento dell’utile di esercizio di quest’ultima compenserebbe, nella prospettiva degli azionisti di risparmio di categoria “B” di Fonsai, l’assorbimento del dividendo privilegiato attribuito in priorità alle azioni di risparmio di categoria “A” di Fonsai.

Si precisa poi che – tenuto conto del fatto che UGF non detiene l’intero capitale sociale di Premafin – l’inclusione di quest’ultima tra le Incorporande non determina a favore di UGF, per effetto delle azioni attribuite in concambio agli azionisti di minoranza di Premafin, un incremento della percentuale di UGF in Fonsai, rilevante ai sensi e per gli effetti di cui all’art. 120 del TUF e dunque della percentuale di UGF nel capitale ordinario dell’Incorporante risultante dalla fusione rispetto alla partecipazione già direttamente e indirettamente detenuta da UGF.

Si ricorda, infine, che nello scambio di corrispondenza intervenuto tra UGF, anche per conto di Unipol Assicurazioni, Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni principalmente nel periodo tra il 23 maggio 2012 e 13 giugno, 2012 (di seguito, lo “**Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione**”) sono stati preliminarmente condivisi – sulla base dei dati economici e patrimoniali a quel momento disponibili e delle analisi svolte con il supporto dei rispettivi *advisors* – 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 si è tenuto conto degli eventi medio tempore intervenuti (*inter alia*, acquisizione del controllo del Gruppo Premafin, perfezionamento dell’Aumento di Capitale Premafin e dell’Aumento di Capitale Fonsai) nonché – prima del completamento della fusione – dell’aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per Euro 600 milioni e

del previsto pagamento da parte di quest'ultima di un dividendo di Euro 150 milioni in considerazione dei risultati economici 2012, nonché inoltre degli ulteriori elementi indicati nel successivo paragrafo 5.2.

Tenuto conto dei rapporti di cambio indicati nel Progetto di Fusione e nel presente paragrafo 5.1 si rappresenta che le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante *post* fusione sono indicate nella tabella che segue:

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

5.2 Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del rapporto di cambio

Il consiglio di amministrazione di Fonsai ha condiviso e ha fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dai propri *advisor* finanziari ai fini della determinazione del rapporto di cambio, il tutto come nel seguito illustrato.

L'individuazione delle metodologie nel processo di valutazione viene effettuata in funzione delle caratteristiche delle società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. In linea generale il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima per le società coinvolte nella fusione. Ciò comporta la selezione di criteri e metodi che rispondano ad una medesima logica valutativa e che risultino più appropriati per le società oggetto di valutazione, tenuto comunque conto delle diversità che le caratterizzano, al fine di proporre valori confrontabili per la determinazione dei rapporti di cambio.

Nel caso di specie, alla luce dell'operatività delle società e della prassi valutativa relativa ad operazioni simili in Italia ed all'estero, è stata individuata come metodologia di valutazione principale:

- il *Dividend Discount Model* (“DDM”);

e come metodologie di valutazione di controllo:

- il Metodo dei Multipli di Mercato;
- l’Analisi di Regressione;
- il Metodo dell’*Embedded Value* armonizzato.

Per ciascuna metodologia di valutazione, il valore del capitale economico di Premafin è stato stimato sulla base del *Net Asset Value* (“NAV”) al 30 settembre 2012 basato sul rispettivo valore della partecipazione in Fonsai ed al netto di un *holding discount* calcolato sulla base dell’*holding discount* osservato per le società *holding* di partecipazione europee.

***Dividend Discount Model* (“DDM”)**

Questa 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.

Il metodo del DDM ipotizza che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale di:

- a. flussi di cassa futuri generati nell’orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti tenendo conto di un margine di solvibilità ritenuto consono per lo svolgimento dell’attività stessa;
- b. valore terminale (“VT”) calcolato quale valore di una rendita perpetua stimata sulla base di un flusso di cassa distribuibile normalizzato economicamente sostenibile e coerente con il tasso di crescita di lungo periodo (“g”).

Al fine di calcolare il valore della prima componente si è proceduto alla stima dei dividendi attesi per ciascuna società sulla base dei piani industriali 2012-2015 ed un margine di solvibilità *target* del 120% per tutte le società, escludendo il beneficio sul margine di solvibilità concesso dal Regolamento ISVAP n. 43 del 12 luglio 2012.

Poiché la valutazione delle attività immobiliari è stata effettuata separatamente, per le ragioni descritte a pagina 51 e seguenti, come aggiustamento finale al valore derivante dall’applicazione del DDM, l’utile netto a piano industriale è stato corretto escludendo tutte le componenti relative al comparto immobiliare, ovvero le

plusvalenze/minusvalenze ed il margine operativo afferenti al portafoglio immobiliare e realizzati lungo l'arco del piano. Inoltre il piano industriale di Unipol Assicurazioni è stato corretto per tener conto del futuro rendimento della cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della fusione.

L'attualizzazione dei flussi di dividendi futuri è stata effettuata utilizzando un costo del capitale (K_e), stimato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$K_e = \text{Tasso } risk\ free + \text{Beta} * \text{Premio per il rischio}$$

Dove:

- il tasso *risk free* adottato è il rendimento del BTP decennale della Repubblica Italiana;
- il Beta è il fattore di correlazione tra il rendimento di un'azione ed il rendimento del mercato di riferimento (misura la volatilità di un titolo rispetto al mercato). La sua stima è basata su un campione di società comparabili che, date le differenze nel modello di *business* di Milano Assicurazioni rispetto a Fonsai ed Unipol Assicurazioni è stato differenziato tra i) società di assicurazioni Danni e *multi-line* europee relativamente a Fonsai ed Unipol Assicurazioni e ii) società di assicurazioni Danni europee relativamente a Milano Assicurazioni;
- il premio per il rischio indica l'*extra* rendimento richiesto dal mercato azionario italiano rispetto al tasso *risk free* ed è calcolato sulla base di una serie storica di lungo periodo.

La stima del Valore Terminale è stata effettuata applicando il modello Gordon Growth di rendita perpetua all'utile distribuibile nel 2015, calcolato tenendo conto della crescita del margine di solvibilità richiesto e quindi del rispetto dei requisiti patrimoniali nel lungo termine. L'attualizzazione del Valore Terminale è stata effettuata sulla base dello stesso costo del capitale (K_e) utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di dividendi futuri.

Il valore economico delle società oggetto di fusione calcolato come somma del valore attuale dei flussi di dividendi futuri e del Valore Terminale è stato successivamente aggiustato per i seguenti elementi:

- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio immobiliare al netto dell'effetto fiscale e ricomprese in un *range* che tiene conto delle

plusvalenze/minusvalenze riconducibili a immobili strumentali e immobili che non generano reddito in base a dati elaborati dalle singole società oggetto di fusione;

- plusvalenze/minusvalenze latenti relative al portafoglio titoli, al netto dell'effetto fiscale e dell'effetto stimato dello *Shadow Accounting* come elaborato dalle società oggetto di fusione, come se tutti gli investimenti in titoli fossero classificati come disponibili per la vendita (*AFS*) in modo tale da allineare il diverso trattamento contabile delle diverse società oggetto di fusione.

Metodo dei Multipli di Mercato

Il Metodo dei Multipli di Mercato è basato sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di Borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono poi applicati, con le opportune integrazioni e aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze delle società oggetto di fusione, al fine di stimarne il relativo valore economico.

L'individuazione dei multipli ritenuti maggiormente significativi è stata condotta sulla base della prassi di mercato, delle caratteristiche proprie del settore assicurativo e della maggiore confrontabilità delle metriche stesse tra le società appartenenti ai rispettivi campioni di riferimento. A tal fine è stato selezionato il multiplo P/E (ovvero il rapporto tra la capitalizzazione di mercato di una società ed il suo utile netto) quale maggiormente significativo.

Nel caso in esame, è stato ritenuto opportuno identificare due distinti campioni di società comparabili in funzione delle peculiarità del modello di *business* delle società in esame; uno per Fonsai ed Unipol Assicurazioni (in particolare società di assicurazioni Danni e *multiline* europee) ed un altro per Milano Assicurazioni (società di assicurazioni Danni europee).

Sebbene nessuna delle società incluse nei campioni di riferimento sia perfettamente comparabile con le società oggetto di fusione, le prime svolgono, anche se parzialmente, attività simili alle ultime, pur differendo in alcuni casi per mercati di riferimento, prospettive di crescita, margine di solvibilità, leva e dimensione delle attività.

Per ciascuna delle società costituenti il campione è stato calcolato il rapporto tra la capitalizzazione di mercato e la stima IBES dell'utile netto relativo agli anni 2013 (dal 1° gennaio al 31 dicembre 2013) e 2014 (dal 1° gennaio al 31 dicembre 2014).

Questi multipli sono poi stati applicati all'utile netto relativo al 2013 e 2014 delle società oggetto di fusione, aggiustato per elementi straordinari e per Unipol Assicurazioni per il rendimento sulla cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della fusione.

Analisi di Regressione

Il metodo dell'Analisi di Regressione stima il valore del capitale economico di una società sulla base della correlazione esistente tra la redditività prospettica della società considerata (espressa nel caso specifico dal *Return on Average Tangible Equity*, o "RoATE") ed il relativo multiplo della capitalizzazione di Borsa sul *Tangible Book Value* ("P/TBV").

Sono stati quindi selezionati 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.

Il RoATE 2013 e 2014 delle società oggetto di fusione utilizzato per stimare, sulla base dell'Analisi di Regressione, il multiplo P/TBV da applicare ai rispettivi TBV al 30 settembre 2012 è stato calcolato utilizzando l'utile netto di ciascuna società da piano industriale aggiustato per elementi straordinari e nel caso di Unipol Assicurazioni per il rendimento sulla cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della fusione.

Per garantire uniformità con il campione di società comparabili: i) il TBV delle società oggetto di fusione utilizzato è quello riportato da ciascuna società al 30 settembre 2012 senza aggiustamenti patrimoniali, eccetto per Unipol Assicurazioni, il cui TBV è stato corretto per l'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della fusione, al netto del dividendo da Euro 150 milioni da distribuirsi prima del completamento della fusione; ii) 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 industriali; per Unipol Assicurazioni utili sono stati inoltre corretti per il rendimento sulla cassa derivante dall'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della fusione.

Metodo dell'*Embedded Value* Armonizzato

Questo metodo di valutazione stima il valore economico di una società, in ipotesi di liquidazione, come la somma di due componenti:

- l'*Adjusted Net Asset Value* Armonizzato ("ANAV Armonizzato");
- il *Value in Force* Armonizzato ("VIF" Armonizzato), ovvero il valore attuale dei flussi di cassa generati dal portafoglio assicurativo vita esistente.

L'ANAV Armonizzato è calcolato come il *Tangible Book Value* riportato al 30 settembre 2012 da ciascuna società oggetto di fusione, aggiustato per:

- 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 Armonizzato;
- effetto temporale relativo all'utilizzazione delle attività fiscali differite;
- relativamente ad Unipol Assicurazioni, l'aumento di capitale da Euro 600 milioni da eseguirsi prima del completamento della fusione, al netto del dividendo da Euro 150 milioni da distribuirsi prima del completamento della fusione.

Il calcolo dell'*Embedded Value* Armonizzato, utilizzato ai fini dell'analisi, è stato realizzato seguendo una metodologia condivisa dalle diverse società oggetto di fusione, 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 Armonizzato, fornito dalle rispettive società oggetto di fusione, secondo una politica di *Asset-Liability management* ("ALM") piuttosto che nel calcolo dell'ANAV Armonizzato.

La data delle situazioni patrimoniali approvate e utilizzate dalle società partecipanti alla fusione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* cod. civ. è il 30 settembre 2012.

Ai fini delle presenti valutazioni si assume che la Dismissione produca i propri effetti dopo la data di efficacia civilistica della fusione.

Limiti dell'analisi e difficoltà di valutazione

Il consiglio di amministrazione di Fonsai è giunto alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione relativa delle società oggetto di fusione, anche avvalendosi della consulenza degli *advisor* finanziari. Tali valutazioni devono ad ogni modo essere considerate alla luce di alcuni limiti e difficoltà di seguito sintetizzati:

- 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 ha tenuto conto delle caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della prassi valutativa professionale;
- le proiezioni economico-finanziarie contenute nei piani industriali delle società oggetto di fusione 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, economico e finanziarie delle società oggetto di fusione e delle società comparabili utilizzate in alcune metodologie valutative;
- con riferimento al portafoglio di attività immobiliari, si è riscontrata una mancanza di uniformità valutativa nella determinazione delle plusvalenze/minusvalenze latenti tra Fonsai e Milano Assicurazioni da un lato ed Unipol Assicurazioni dall'altro. È tuttora in corsa una dettagliata analisi del portafoglio immobiliare di ciascuna società oggetto di fusione, la cui conclusione potrebbe generare delle risultanze diverse dalle stime relative alle plusvalenze/minusvalenze latenti utilizzate ai fini delle attuali 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 oggetto di fusione (a titolo esemplificativo si cita che un ammontare significativo del portafoglio investimenti di Unipol Assicurazioni è classificato come crediti o come

attivi detenuti fino a scadenza, conseguentemente eventuali scostamenti tra il valore di carico e il valore di mercato non sono riflessi nel patrimonio netto).

Nel caso della metodologia principale, si è pertanto 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 oggetto di fusione 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 oggetto di Fusione) 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 si è assunto che i piani industriali, approvati dai rispettivi consigli di amministrazione, incorporino ipotesi di riserve adeguate e omogenee per tutte le società oggetto di fusione.

Infine, nell'applicazione delle valutazioni sopra menzionate, il consiglio di amministrazione ha adottato le seguenti ipotesi:

- le società oggetto di fusione sono state valutate in un'ottica *stand alone*, ovvero senza tener conto delle potenziali sinergie e costi di ristrutturazione risultanti dall'integrazione;
- il valore del capitale economico afferente agli azionisti risparmio di Fonsai e Milano Assicurazioni relativamente al valore del capitale economico afferente agli azionisti ordinari di Fonsai e Milano Assicurazioni rispettivamente, è stato calcolato sulla base della media ponderata per i volumi dei prezzi ufficiali di Borsa dal 6 agosto 2012 (primo giorno di quotazione in Borsa delle azioni di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante) al 14 dicembre 2012. Questa scelta è stata adottata al fine di tener conto nelle valutazioni del premio/sconto a cui storicamente le azioni risparmio sono state scambiate sui mercati regolamentati rispetto alle rispettive azioni ordinarie;
- Unipol Assicurazioni eseguirà un aumento di capitale pari a Euro 600 milioni prima del completamento della Fusione;

- Unipol Assicurazioni distribuirà un dividendo pari a Euro 150 milioni prima del completamento della Fusione;
- ai fini delle presenti valutazioni si assume che la Dismissione produca i propri effetti dopo la data di efficacia civilistica della fusione;
- le valutazioni assumono il mancato esercizio del diritto di recesso da parte i) degli azionisti ordinari di Premafin e ii) degli azionisti risparmio di Milano Assicurazioni;
- le valutazioni non considerano alcun impatto potenziale relativo all'emissione del Convertendo;
- i dati di mercato utilizzati ai fini dell'analisi sono stati aggiornati al 14 dicembre 2012.

Elementi intervenuti successivamente allo scambio di corrispondenza sui valori essenziali della fusione che hanno inciso sulle valutazioni

Nelle attività di valutazione successive allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione si è tenuto conto degli eventi *medio tempore* intervenuti (*inter alia*, acquisizione del controllo del Gruppo Premafin-Fonsai da parte di UGF, perfezionamento dell'Aumento di Capitale Premafin e dell'Aumento di Capitale Fonsai), nonché – prima del completamento della Fusione – dell'aumento di capitale di Unipol Assicurazioni per Euro 600 milioni 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.

Detti tre elementi hanno avuto un impatto favorevole sulla valutazione di Unipol Assicurazioni rispetto a Fonsai e Milano. 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.

Sintesi dei risultati

Vengono sintetizzati nella seguente tabella i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione sopra descritte ai fini della determinazione dei rapporti di cambio

Metodologia di Valutazione	Intervalli di Rapporto di Cambio
<i>Dividend Discount Model</i> – Metodologia principale	
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin	[0,041 – 0,065]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,431 – 1,736]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,319 – 0,347]
Numero azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,516 – 0,561]
Metodologie di Controllo	Punto Medio dell’Intervallo di Rapporto di

	Concambio
Metodo dei Multipli di Mercato	
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin	[0,037]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,917]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,338]
Numero azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,547]
Analisi di Regressione	
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin	[0,049]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,681]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,323]

Numero azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,522]
Metodo dell’ <i>Embedded Value</i> Armonizzato	
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin	[0,022]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni	[1,761]
Numero azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,366]
Numero azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni partecipi alla fusione)	[0,592]

* * * * *

Copie della *fairness opinion* rilasciata dall’*advisor* Goldman Sachs e del parere metodologico redatto dal Prof. Mario Cattaneo sono allegate alla presente relazione.

6. LE MODALITÀ DI ASSEGNAZIONE DELLE AZIONI DELLA INCORPORANTE

La circostanza che, nella presente fusione, Fonsai incorpori la propria controllante Premafin, nonché, eventualmente, la propria controllata Milano Assicurazioni, produce

alcuni riverberi sulle modalità di assegnazione delle azioni Fonsai che verranno attribuite in concambio. Ciò in quanto sia Premafin che Milano Assicurazioni detengono azioni Fonsai, e dunque, per effetto della fusione, l'Incorporante si troverebbe a detenere ulteriori azioni proprie ai sensi e per gli effetti dell'art. 2357-*bis*, primo comma, n. 3), cod. civ.

Al fine di evitare un incremento del numero di azioni proprie detenute da Fonsai per effetto della fusione, il Progetto di Fusione prevede che le azioni detenute dalle Incorporande nell'Incorporante vengano riassegnate in concambio ai soci delle Incorporande in dipendenza della fusione, senza che esse risultino mai acquisite al patrimonio dell'Incorporante. Di conseguenza, l'Aumento di Capitale di Fonsai che occorrerà a servizio del concambio sarà al netto delle assegnazioni predette.

Dunque, una volta determinato, in applicazione dei sopra citati rapporti di cambio, il numero complessivo di azioni Fonsai da assegnare agli azionisti delle Incorporande in dipendenza della fusione, si procederà a servire i concambi assegnando:

- anzitutto, tutte le azioni Fonsai eventualmente di proprietà delle Incorporande (che verranno dunque redistribuite agli azionisti delle Incorporande a servizio dei concambi senza che esse risultino mai acquisite al patrimonio di Fonsai come azioni proprie), mentre
- per l'eccedenza, le ulteriori azioni necessarie per soddisfare i rapporti di cambio riverranno da un aumento del capitale ordinario ed, eventualmente, del capitale di risparmio, di Fonsai a servizio della fusione.

Più precisamente, è previsto che Fonsai emetta al servizio della fusione: (*aa*) fino ad un massimo di n. 1.632.878.373 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, e fino ad un massimo di n. 55.430.483 nuove azioni di risparmio di categoria "B", senza indicazione del valore nominale, tutte con godimento regolare, oppure, (*bb*) nel caso in cui l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione, fino ad un massimo di n. 1.392.668.836 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, tutte con godimento regolare.

L'emissione delle nuove azioni, ordinarie e di risparmio di categoria "B", avverrà a fronte di un aumento di capitale pari ad Euro 0,565 per ogni nuova azione emessa, e così a fronte di un aumento di capitale pari a massimi Euro 953.894.503,64¹.

Con riguardo all'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni si rinvia al paragrafo 10 che segue.

Contestualmente al perfezionamento della fusione si procederà pertanto:

- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie di Premafin;
- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie di Unipol Assicurazioni;
- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie e di risparmio di Milano Assicurazioni (qualora Milano Assicurazioni, tenuto conto di quanto illustrato al paragrafo 10 che segue, partecipi alla fusione);
- all'annullamento di tutte le azioni proprie eventualmente detenute dalle Incorporande;
- all'annullamento di tutte le azioni eventualmente detenute dalle Incorporande nelle altre Incorporande.

Le azioni dell'Incorporante da attribuire in concambio saranno messe a disposizione degli azionisti di Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni secondo le procedure previste per l'assegnazione delle azioni in regime di dematerializzazione. Nell'ambito delle modalità di assegnazione delle azioni dell'Incorporante sarà messo a disposizione degli azionisti delle Incorporande, per il tramite degli intermediari autorizzati, un servizio per consentire di arrotondare all'unità immediatamente inferiore o superiore il numero di azioni di nuova emissione spettanti in applicazione dei rapporti di cambio, ai prezzi di mercato e senza aggravio di spese, bolli o commissioni. In ogni caso nessun onere verrà posto a carico degli azionisti per le operazioni di concambio.

(¹) L'ammontare massimo dell'aumento di capitale sociale dell'Incorporante è stato determinato al lordo dell'assegnazione delle azioni Fonsai di proprietà delle Incorporande prevista a servizio dei concambi. Di conseguenza, nel caso in cui alla data di efficacia civilistica della fusione il numero di azioni Fonsai possedute dalle Incorporande rimanesse quello attuale e non vi fossero ulteriori incrementi o decrementi partecipativi in capo alle Incorporande medesime, il numero di azioni ordinarie dell'Incorporante da emettere a servizio dei concambi sarebbe pari a massime n. 1.330.340.830, a fronte di un aumento di capitale complessivo dell'Incorporante (i.e. comprensivo delle azioni ordinarie e di risparmio "B" di nuova emissione) di massimi Euro 782.960.791,85.

7. DECORRENZA DEGLI EFFETTI DELLA FUSIONE

La fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, cod. civ. dall'iscrizione dell'atto di fusione presso il Registro delle Imprese della sede dell'Incorporante, 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 1° gennaio dell'anno in cui la fusione produrrà i propri effetti civilistici *ex art. 2504-bis* cod. civ. Dalla data di efficacia contabile decorreranno anche gli effetti fiscali.

A fini consolidati, poiché la fusione è operazione infragruppo fra società tutte sottoposte al controllo di UGF, è possibile retrodatare contabilmente (e fiscalmente) gli effetti dell'operazione.

Nell'ipotesi in esame, infatti, non trovano applicazione le disposizioni recate dal Principio contabile internazionale IFRS 3 (rubricato "*Aggregazioni aziendali*"), che ove applicabili impedirebbero la retrodatazione contabile dell'operazione.

Infatti, come espressamente previsto nel paragrafo 2, lett. C), tale principio contabile non si applica a "*una aggregazione di entità o attività aziendali sotto controllo comune (i paragrafi B1-B4 forniscono la relativa guida operativa)*".

A sua volta il paragrafo B1 della Guida Operativa al principio IFRS 3 prevede che "(...) *Per aggregazione aziendale a cui partecipano entità o attività aziendali sotto controllo comune si intende una aggregazione aziendale in cui tutte le entità o attività aziendali partecipanti sono in definitiva controllate dalla stessa parte o dalle stesse parti sia prima sia dopo l'aggregazione, e tale controllo non è transitorio*".

Le entità che partecipano alla presente operazione sono state coerentemente considerate sotto comune controllo nei bilanci del gruppo, pertanto il Principio contabile internazionale IFRS 3 non è applicabile all'ipotesi in esame e, conseguentemente, è possibile retrodatare gli aspetti contabili e fiscali della stessa.

A tale ultimo riguardo, si rileva che la data di efficacia civilistica della fusione potrà cadere – a valle dell'integrale espletamento delle procedure autorizzative dinanzi all'ISVAP e alle altre Autorità competenti e al completamento della procedura societaria di fusione – presumibilmente nel secondo semestre 2013.

8. I RIFLESSI TRIBUTARI DELL'OPERAZIONE SULLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

Ai fini delle imposte sui redditi, la fusione, ai sensi dell'art. 172 del TUIR, è fiscalmente neutra; difatti, essa non costituisce realizzo o distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni delle società partecipanti alla medesima, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore di avviamento.

Le eventuali differenze di fusione, che dovessero emergere in esito alla fusione, non concorreranno a formare reddito imponibile, essendo la fusione non rilevante ai fini dell'imposizione sui redditi.

Inoltre, i maggiori valori che dovessero essere imputati agli elementi patrimoniali provenienti dalle Incorporande non saranno imponibili nei confronti dell'Incorporante, e di conseguenza i beni ricevuti saranno valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi. Tuttavia, il combinato disposto del decimo comma-*bis* dell'art. 172 e del secondo comma-*ter* dell'art. 176 del TUIR consente, a fronte (i) dell'esercizio di specifica opzione e (ii) del pagamento di un'imposta sostitutiva dell'Imposta sul reddito delle società (IRES) e dell'Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP), il riconoscimento fiscale dei maggiori valori attribuiti in bilancio in seguito alla fusione agli elementi dell'attivo costituenti immobilizzazioni materiali ed immateriali.

Inoltre, l'art. 15, commi da 10 a 12, del D.L. 29 novembre 2008, n. 185, disciplina il regime di riallineamento dei valori fiscali ai maggiori valori iscritti in bilancio in occasione di operazioni di conferimento di azienda, di fusione o di scissione (di seguito "operazioni straordinarie"). L'opzione per il descritto regime, che comporta anch'esso l'applicazione di una imposta sostitutiva dell'Imposta sul reddito delle società (IRES) e dell'Imposta regionale sulle attività produttive (IRAP) sui maggiori valori da riallineare, è consentita alla società avente causa in un'operazione straordinaria, vale a dire la società conferitaria, la società incorporante (o risultante dalla fusione), ovvero la società beneficiaria. Tale regime deroga in parte, ossia per quanto espressamente previsto dai commi 10, 11 e 12 dell'art. 15, a quello già disciplinato dall'art. 176, secondo comma-*ter*, del TUIR. Le riserve in sospensione d'imposta iscritte nell'ultimo bilancio delle Incorporande ed ancora esistenti alla data di efficacia della fusione verranno trattate in ossequio alle specifiche disposizioni dell'art. 172, quinto comma, del TUIR, provvedendosi, se del caso, alla loro ricostituzione.

Per i soci, il concambio delle partecipazioni detenute nelle Incorporande non costituisce atto realizzativo dei titoli, rappresentando, piuttosto, una mera sostituzione degli stessi (che verranno annullati per effetto della fusione) con i titoli dell’Incorporante.

In altri termini, indipendentemente dall’emersione di un eventuale plusvalore commisurato alla differenza tra il valore di costo delle azioni sostituite ed il valore corrente di quelle ricevute, è da escludersi rilevanza reddituale al concambio in capo ai soci.

Ai fini delle imposte indirette, la fusione costituisce un’operazione esclusa dall’ambito applicativo dell’IVA, ai sensi dell’art. 2, terzo comma, lettera f), del D.P.R. 26 ottobre 1972, n. 633. Secondo tale norma, infatti, non sono considerate cessioni rilevanti ai fini IVA i passaggi di beni in dipendenza di fusioni di società.

Per quanto concerne l’imposta di registro, l’atto di fusione, ai sensi dell’art. 4, lettera b), della Parte Prima della Tariffa allegata al D.P.R. 26 aprile 1986, n. 131, è soggetto ad imposta fissa nella misura di Euro 168,00.

9. LA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA FUSIONE

9.1 Previsioni sulla composizione dell’azionariato rilevante della società risultante dalla fusione

Alla data della presente relazione, gli azionisti che detengono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% di Fonsai (come comunicato ai sensi dell’art. 120 del TUF e risultante dal sito della Consob) sono:

Azionista	Percentuale
Premafin (controllata direttamente da UGF)	32,853%
UniCredit S.p.A.	6,986%
UGF	4,900%
Finadin (controllata indirettamente da UGF)	4,177%

Arepo PR S.p.A.	3,036%
Invesco LTD	2,128%
Anima SGR	2,408%
Palladio Finanziaria S.p.A.	2,012%

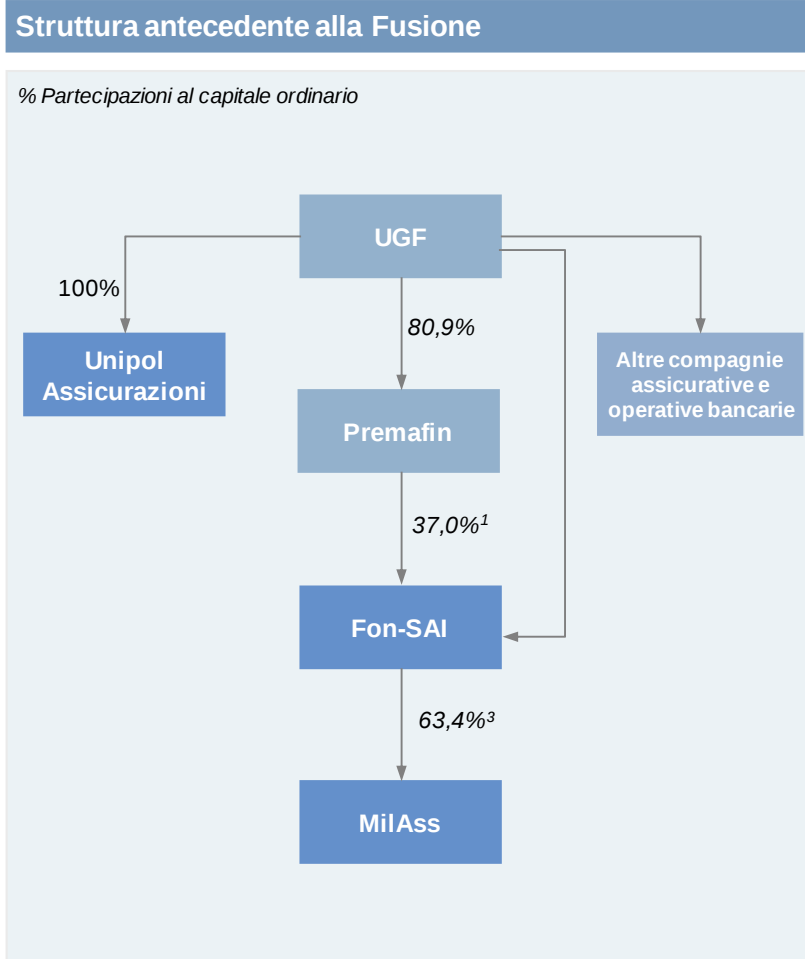
Alla data della presente relazione, gli azionisti che detengono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% di Premafin (come comunicato ai sensi dell'art. 120 del TUF e risultante dal sito della Consob) sono:

Azionista	Percentuale
UGF	80,928%

Alla data della presente relazione, gli azionisti che detengono, direttamente e indirettamente, azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% di Milano Assicurazioni (come comunicato ai sensi dell'art. 120 del TUF e risultante dal sito della Consob) sono:

Azionista	Percentuale
Fonsai	63,397%
Norges Bank	2,014%

Alla data della presente relazione, l'intero capitale sociale di Unipol Assicurazioni è detenuto da UGF e la struttura partecipativa delle società del Gruppo Unipol coinvolte nella fusione è la seguente:



- 1 Partecipazione complessiva al capitale ordinario (inclusa partecipazione di Finadin in Fonsai)
 2. UGF detiene direttamente anche circa il 75% delle azioni di risparmio di categoria "B" Fonsai
 3. Esclude azioni proprie detenute da Milano Assicurazioni

Assumendo che (i) l'attuale assetto proprietario di Fonsai e delle Incorporande rimanga invariato alla data di efficacia della fusione, (ii) l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni approvi la fusione e, pertanto, Milano Assicurazioni partecipi alla fusione, (iii) gli azionisti di Premafin non esercitino il diritto di recesso (come *infra* specificato), ad esito della fusione l'assetto del capitale sociale di Fonsai sarà il seguente:

Azionista	Quota % sul capitale ordinario	Quota % sul capitale rappresentato da azioni di risparmio di categoria "B"	Quota % sul capitale complessivo
UGF	63,00% ⁽²⁾	63,79% ⁽³⁾	63,09% ⁽⁴⁾
Altri azionisti PREMAFIN	0,85%	n.a.	0,73%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	14,70%	11,26%
Altri azionisti FONSAI	25,46%	21,51%	24,92%

Nel caso in cui l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni non approvi la fusione e, pertanto, Milano Assicurazioni non partecipi alla fusione, ad esito della fusione l'assetto del capitale ordinario di Fonsai sarà il seguente:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario	Percentuale sul capitale complessivo
UGF	70,53% (*)	71,08% (*)
Altri azionisti PREMAFIN	0,97%	0,84%
Altri azionisti FONSAI	28,50%	28,08%

Anche a seguito del perfezionamento della fusione UGF manterrà il controllo sulla società *post* fusione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2359, primo comma, cod. civ. e

⁽²⁾ La percentuale partecipativa di UGF al capitale sociale dell'Incorporante *post* fusione tiene conto (i) delle azioni ordinarie di Fonsai emesse/assegnate in favore di UGF a servizio dei rapporti di cambio, e (ii) delle azioni ordinarie e di categoria "B" Fonsai direttamente possedute da UGF alla data del presente Documento Informativo (incluse quelle acquistate in sede di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Fonsai), mentre (iii) non tiene conto delle azioni proprie Fonsai direttamente o indirettamente possedute da Fonsai *post* fusione.

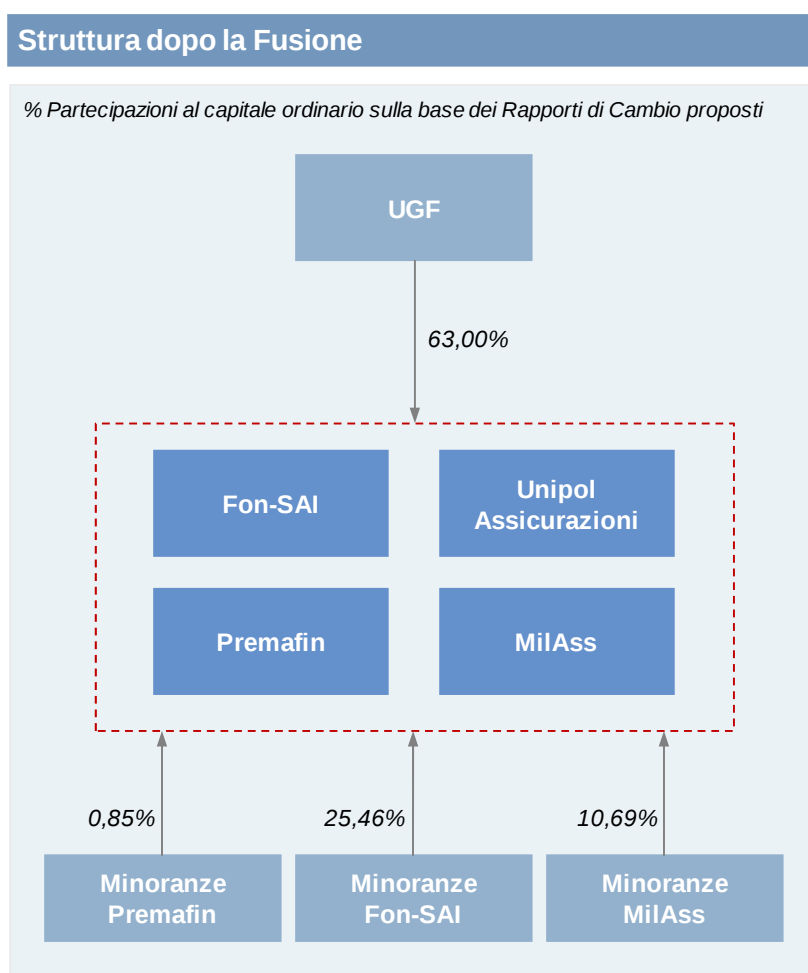
⁽³⁾ La percentuale partecipativa di UGF tiene conto dell'avvenuta sottoscrizione da parte di UGF delle azioni di risparmio di categoria "B" Fonsai emesse in sede di Aumento di Capitale Fonsai lo scorso settembre 2012 e rimaste inoptrate al termine dell'offerta in opzione.

⁽⁴⁾ Vedi note 2 e 3.

(*) Vedi nota 2.

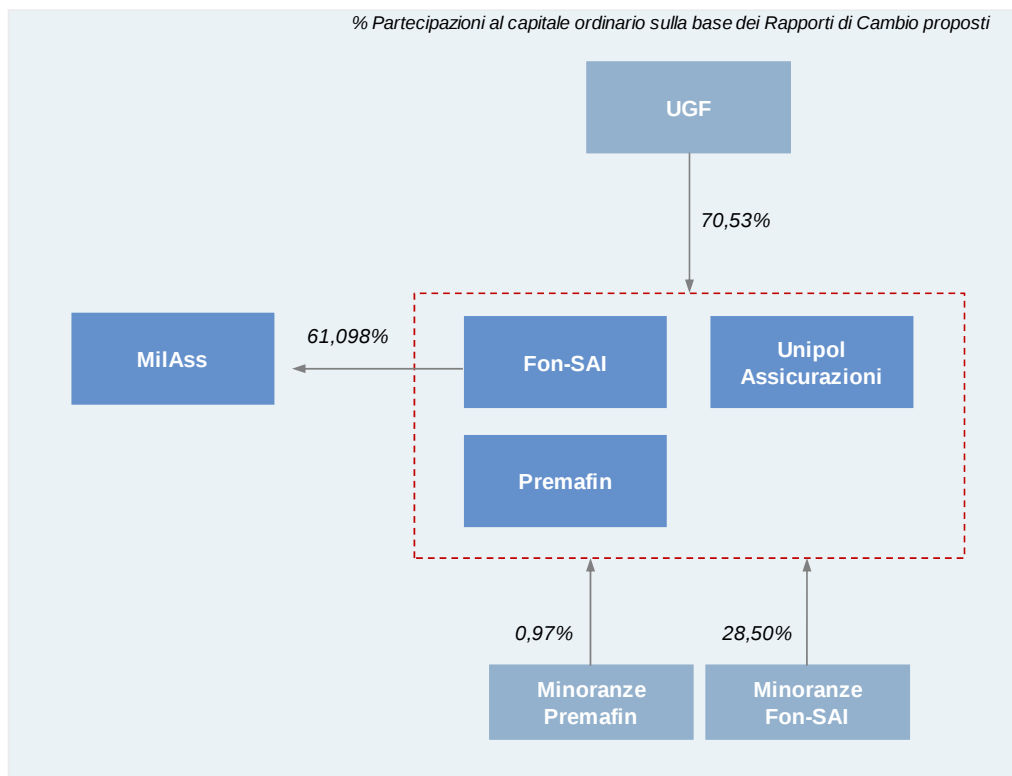
continuerà ad esercitare attività di direzione e coordinamento ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 2497 e seguenti cod. civ.

All'esito della fusione, la struttura partecipativa delle società del Gruppo Unipol coinvolte nella fusione sarà la seguente:



Nel caso in cui Milano Assicurazioni non partecipi alla fusione, la struttura partecipativa delle società del Gruppo Unipol coinvolte nella fusione sarà la seguente:

Struttura dopo la Fusione



* * * * *

Alla data della presente relazione sulle società partecipanti alla fusione sono stati comunicati i seguenti patti parasociali:

- in data 23 aprile 2012, UGF e Premafin hanno pubblicato un accordo – allegato e accessorio a quello concluso in data 29 gennaio 2012 e poi modificato in data 25 giugno 2012 – a mente del quale UGF si è impegnata irrevocabilmente nei confronti di tutti gli amministratori e sindaci in carica negli ultimi cinque anni (2007-2011) rispettivamente in Premafin, Fonsai, Milano Assicurazioni o nelle rispettive controllate che non detenessero, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società controllate, azioni Premafin alla data del 29 gennaio 2012 (di seguito, i “**Terzi Beneficiari**”): (i) a non proporre e, in ogni caso, a votare contro – e, con riferimento a società indirettamente controllate da UGF, a far sì che non siano proposte dai rispettivi soci di controllo e che questi votino contro - eventuali proposte di esercizio dell’azione sociale di responsabilità di cui all’art. 2393 cod. civ., e comunque a non proporre azioni giudiziarie di altra natura, nei confronti di Terzi Beneficiari per l’operato e per l’attività svolta nella qualità

di amministratore o sindaco delle predette società fino alla data del 29 gennaio 2012 (di seguito, la “**Clausola**”);

- con comunicazione del 18 aprile 2012, la Consob ha ritenuto che la Clausola avesse natura parasociale ai sensi dell’art. 122 del TUF e al fine di ottemperare alle indicazioni contenute nella predetta comunicazione della Consob, ma senza pregiudizio per le ragioni di UGF e di Premafin, in data 23 aprile 2012 la Clausola è stata pubblicata ai sensi di legge; in seguito, in ossequio a quanto richiesto dalla Consob nelle Comunicazioni n. 12042821 del 22 maggio 2012 e n. 12044042 del 24 maggio 2012 (con le quali l’Autorità di Vigilanza ha dato risposta al quesito formulato da UGF in relazione al riconoscimento dell’esenzione dall’OPA obbligatoria delle varie fasi dell’operazione di integrazione con il Gruppo Premafin/Fondiaria-Sai), in data 25 giugno 2012 UGF e Premafin hanno concordato di modificare la Clausola, limitandone l’operatività esclusivamente nei confronti ed in favore degli amministratori e sindaci di Premafin, Fonsai, Milano Assicurazioni e delle rispettive controllate, in carica nel periodo 2007-2011, che non detenessero, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società controllate, azioni Premafin alla data del 29 gennaio 2012.
- non risultano pubblicati altri patti parasociali.

9.2 Modifiche statutarie

A seguito della fusione, l'Incorporante aumenterà il proprio capitale sociale per massimi Euro 953.894.503,64, mediante emissione di massime n. 1.632.878.373 nuove azioni ordinarie, e massime n. 55.430.483 nuove azioni di risparmio di categoria "B", tutte prive dell'indicazione del valore nominale, in applicazione dei rapporti di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni di cui ai punti 3 e 4 del Progetto di Fusione⁵.

Qualora l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione, l'Incorporante aumenterà il proprio capitale sociale per massimi Euro 786.857.892,34, mediante emissione di massime n. 1.392.668.836 nuove azioni ordinarie, tutte prive dell'indicazione del valore nominale, in applicazione dei rapporti di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni di cui ai punti 3 e 4 del Progetto di Fusione⁶.

Lo statuto dell'Incorporante che entrerà in vigore alla data di efficacia civilistica della fusione conterrà una serie di ulteriori modifiche all'attuale statuto sociale di Fonsai, consistenti, tra l'altro:

- (aa) nella modifica degli artt. 1 ("Denominazione"), 2 ("Sede"), 5 ("Misura del capitale"), 7 ("Assemblee degli azionisti"), 9 ("Convocazione"), 10 ("Assemblea ordinaria e straordinaria. Assemblee speciali"), 12 ("Votazioni"), 13 ("Consiglio di amministrazione"), 14 ("Cariche sociali"), 15 ("Riunioni del consiglio"), 18 ("Comitato esecutivo"), 19 ("Informazioni al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale"), 24 ("Nomina e retribuzione"), 27 ("Ripartizione degli utili"), 29 ("Competenza territoriale");
- (bb) nell'introduzione di un nuovo art. 5 ("Gestione sociale"), con conseguente rinumerazione degli articoli successivi;
- (cc) nell'introduzione nell'art. 6 ("Misura del capitale") – come rinumerato a seguito dell'introduzione di cui al precedente alinea (bb) – della delega *ex* artt. 2420-ter e

⁵ V. nota 1.

⁶ L'ammontare massimo dell'aumento di capitale sociale dell'Incorporante nell'ipotesi in cui l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione è stato determinato al lordo dell'assegnazione delle azioni Fonsai di proprietà delle Incorporande prevista a servizio dei concambi. Di conseguenza, nel caso in cui alla data di efficacia civilistica della fusione il numero di azioni Fonsai possedute dalle Incorporande rimanesse quello attuale e non vi fossero ulteriori incrementi o decrementi partecipativi in capo alle Incorporande medesime, il numero di azioni ordinarie dell'Incorporante da emettere a servizio dei concambi sarebbe pari a massime n. 1.090.231.118, a fronte di un aumento di capitale complessivo dell'Incorporante di massimi Euro 615.980.581,67.

2443 del cod. civ. che verrà attribuita agli amministratori dell’Incorporante *post* fusione per deliberare l’emissione del Convertendo ed il corrispondente aumento di capitale; e

(dd) nella soppressione dell’attuale art. 8 (“Intervento e rappresentanza nell’assemblea”) e nel trasferimento del suo contenuto nell’art. 10, come riformulato (“Intervento e rappresentanza nell’Assemblea”).

In particolare:

- posto che la società risultante dalla fusione assumerà come nuova denominazione sociale quella di “UnipolSai Assicurazioni S.p.A.”– in modo da riflettere il valore aggiunto dato dall’integrazione, anche societaria attraverso la fusione, delle principali società assicurative del Gruppo Unipol e dell’ex Gruppo Fonsai – l’art. 1 (“Denominazione”) verrà conseguentemente modificato;
- posto che la società risultante dalla fusione – coerentemente con l’appartenenza al Gruppo Unipol – avrà la propria sede legale in “Bologna”, l’art. 2 (“Sede”) verrà conseguentemente modificato;
- come anticipato nelle premesse alla presente relazione, l’art. 6 (“Misura del capitale”) dell’Incorporante *post* fusione – come rinumerato – rifletterà (i) l’incremento patrimoniale dipendente dalla fusione, con conseguente modifica del capitale sociale e delle altre poste del patrimonio netto ivi indicate, e (ii) la delega *ex* artt. 2420-ter e 2443 cod. civ. che verrà attribuita agli amministratori dell’Incorporante *post* fusione per deliberare l’emissione del Convertendo ed il corrispondente aumento di capitale, che si prevede venga approvata dall’assemblea straordinaria di Fonsai contestualmente all’approvazione del Progetto di Fusione e autorizzata dall’ISVAP prima dell’efficacia civilistica della fusione;
- all’art. 8 (“Assemblee degli Azionisti”) – come rinumerato – verrà riportata la previsione contenuta nell’attuale art. 10 relativo ai *quorum* assembleari;
- per chiarezza espositiva, l’attuale art. 8 (“Intervento e rappresentanza nell’assemblea”) verrà spostato all’interno dell’art. 10 (anch’esso rubricato (“Intervento e rappresentanza nell’Assemblea”), e dunque successivamente all’articolo che disciplina la convocazione dell’assemblea;

- agli artt. 9 (“Convocazione”), 12 (“Votazioni”) e 15 (“Riunioni del Consiglio di Amministrazione”) verranno apportate modifiche non sostanziali finalizzate a rendere le relative previsioni coerenti con quelle adottate dalla capogruppo UGF;
- all’art. 13 (“Consiglio di Amministrazione”) verranno apportate alcune modifiche non sostanziali concernenti la composizione e la presentazione delle liste;
- agli artt. 14 (“Cariche sociali”), 18 (“Comitato Esecutivo”) e 19 (“Informazioni al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale”) verrà prevista come facoltativa – e non più obbligatoria – la nomina del comitato esecutivo;
- all’art. 24 (“Nomina e retribuzione”) verrà inserita la possibilità di tenere riunioni del collegio sindacale in video/audio conferenza e verranno apportate modifiche finalizzate a rendere le relative previsioni coerenti con quelle adottate dalla capogruppo UGF;
- all’art. 27 (“Ripartizione degli utili”) verrà inserita la facoltà per l’assemblea di deliberare assegnazioni straordinarie di utili ai sensi dell’art 2349 cod. civ., coerentemente con quanto previsto nello statuto sociale di UGF.

Saranno inoltre effettuate talune modifiche meramente formali o di coordinamento rispetto agli interventi illustrati in precedenza.

Si rammenta che in data 20 dicembre 2012 il Consiglio di Amministrazione di Fonsai ha deliberato di modificare il proprio statuto sociale per riflettere l’appartenenza al Gruppo Unipol con conseguente modifica degli artt. 3 e 17. Per effetto delle modifiche connesse alla fusione, quanto inserito nell’ultimo comma dell’art. 3 verrà trasferito nell’art. 5.

Il testo completo dello statuto dell’Incorporante che avrà efficacia alla data di efficacia civilistica della fusione è allegato al Progetto di Fusione, fatta avvertenza che le espressioni numeriche contenute nell’art. 6 (“Misura del capitale”) – come rinumerato a seguito dell’introduzione di cui al precedente alinea (bb) – dello statuto dell’Incorporante potranno essere meglio precisate nel loro definitivo ammontare nell’atto di fusione, in applicazione dei principi e dei criteri descritti ai punti 3 e 4 del Progetto di Fusione.

10. L'ASSEMBLEA SPECIALE DEGLI AZIONISTI DI RISPARMIO DI MILANO ASSICURAZIONI

La fusione per incorporazione di Milano Assicurazioni in Fonsai verrà sottoposta all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che verrà appositamente convocata ai sensi degli artt. 146, primo comma, lett. b), del TUF e 2376 cod. civ.

Ciò dipende dalla circostanza che in sede di fusione agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni saranno offerte in concambio azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai. In conseguenza di tale assegnazione, all'esito della fusione gli azionisti di Milano Assicurazioni verrebbero a percepire il loro privilegio di priorità solo dopo il pagamento del privilegio di priorità in favore degli azionisti titolari di azioni di risparmio di categoria "A" di Fonsai, dandosi luogo a un pregiudizio di diritto indiretto, di natura qualitativa, della categoria degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni considerato rilevante ai fini della ricorrenza dei presupposti applicativi degli artt. 146, primo comma, lett. b), del TUF e 2376 cod. civ.

Si evidenzia che l'assegnazione con godimento regolare agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni di azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai munite di diritti equivalenti a quelli spettanti alle azioni già in circolazione, implica che tali azioni di nuova assegnazione beneficeranno del cumulo quale in concreto spetta e spetterà alle azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai e non del cumulo attualmente previsto per le azioni di risparmio di Milano Assicurazioni.

L'Assemblea speciale di Milano Assicurazioni si rende dunque necessaria per la ragione di diritto appena indicata.

Qualora l'Assemblea speciale di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fonsai, si procederà comunque alla fusione di Premafin e di Unipol Assicurazioni in Fonsai, impregiudicati gli altri rapporti di cambio.

Qualora, invece, la predetta assemblea speciale di Milano Assicurazioni – tenuto anche conto del miglioramento in fatto dei privilegi individuali derivanti dall'assegnazione di azioni di risparmio di categoria "B" di Fonsai e della scarsa incidenza del privilegio di priorità spettante alle azioni di risparmio di categoria "A" di Fonsai, come sopra indicato – dovesse (come sarebbe ragionevole e auspicabile) approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fonsai, agli azionisti di risparmio di Milano che non abbiano concorso

alle deliberazioni sulla fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, primo comma, lett g), cod. civ. (come *infra* specificato).

In altre parole, nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione le operazioni di incorporazione in Fonsai di Unipol Assicurazioni e di Premafin sono state considerate e devono considerarsi tra di loro come inscindibilmente connesse e reciprocamente indispensabili; invece, la mancata approvazione del Progetto di Fusione da parte dell'assemblea degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni precluderà il perfezionamento dell'operazione di incorporazione di quest'ultima in Fonsai ma non il perfezionamento delle operazioni di incorporazione in Fonsai di Unipol Assicurazioni e di Premafin.

11. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN ORDINE ALLA RICORRENZA DEL RECESSO

11.1. Il recesso degli azionisti ordinari di Premafin.

Anche a seguito della fusione l'Incorporante manterrà l'attuale oggetto sociale di Fonsai.

Posto che la clausola dell'oggetto sociale di Premafin consente alla società di operare sia come *holding* in grado di spaziare da un settore economico-industriale all'altro, sia direttamente nel campo immobiliare, mentre la clausola dell'oggetto sociale di Fonsai è necessariamente e per legge limitata allo svolgimento esclusivo dell'attività assicurativa, agli azionisti di Premafin che non abbiano concorso alle deliberazioni sulla fusione – che, come detto, è parte integrante ed essenziale del Progetto di Integrazione per Fusione – spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, primo comma, lett a), cod. civ. Con riguardo all'individuazione dei soggetti che, ad avviso delle società partecipanti alla fusione, debbono essere considerati come soggetti che hanno concorso alle suddette deliberazioni si rimanda a quanto previsto dagli Accordi Integrativi e debitamente comunicato al mercato.

Dato che Premafin è una società quotata su un mercato regolamentato, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437-ter cod. civ., il valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso verrà determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni Premafin nei sei mesi che precederanno la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata ad approvare il Progetto di Fusione. Tale valore di liquidazione (quale calcolato da Borsa Italiana S.p.A.) sarà

comunicato al mercato contestualmente alla pubblicazione del predetto avviso di convocazione.

Ai sensi dell'art. 2437-*bis* cod. civ., i soggetti legittimati all'esercizio del diritto di recesso potranno esercitare tale diritto, per tutte o parte delle azioni possedute, mediante lettera raccomandata che dovrà essere spedita entro 15 giorni dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera assembleare di Premafin che approverà il Progetto di Fusione.

Il procedimento di liquidazione delle azioni Premafin per le quali sarà esercitato il diritto di recesso si svolgerà mediante offerta in opzione, delle azioni Premafin per le quali sarà esercitato il recesso, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437-*quater*, primo comma, cod. civ. (l'“**Offerta in Opzione**”).

Gli azionisti di Premafin che eserciteranno il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno il diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni che siano rimaste inoplate all'esito dell'Offerta in Opzione.

In caso di mancato acquisto da parte dei soci di Premafin di tutte le azioni offerte in opzione saranno applicabili le ulteriori forme di liquidazione, previste dall'art. 2437-*quater*, quarto e quinto comma, cod. civ.

Premafin provvederà a comunicare tempestivamente tutte le informazioni necessarie ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, nonché del diritto di opzione e prelazione sulle azioni oggetto di recesso, e, se applicabile, sulle successive fasi del procedimento di liquidazione delle azioni oggetto di recesso.

Il recesso sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della fusione.

11.2. Il recesso degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni.

Qualora l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni dovesse approvare la fusione, agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che non abbiano concorso alla relativa delibera spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437, primo comma, lett. g), cod. civ. in dipendenza della modifica dei diritti di partecipazione conseguente alla fusione.

Dato che anche Milano Assicurazioni è una società quotata su un mercato regolamentato, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437-*ter* cod. civ., il valore di liquidazione delle azioni di risparmio oggetto di recesso verrà determinato facendo esclusivo riferimento

alla media aritmetica dei prezzi di chiusura delle azioni di risparmio nei sei mesi che precederanno la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata ad approvare il Progetto di Fusione. Tale valore di liquidazione (quale calcolato da Borsa Italiana S.p.A.) sarà comunicato al mercato contestualmente alla pubblicazione del predetto avviso di convocazione.

Ai sensi dell'art. 2437-*bis* cod. civ., i soggetti legittimati all'esercizio del diritto di recesso potranno esercitare tale diritto, per tutte o parte delle azioni possedute, mediante lettera raccomandata che dovrà essere spedita entro 15 giorni dall'iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera dell'assemblea speciale di Milano Assicurazioni che approverà il Progetto di Fusione.

Il procedimento di liquidazione delle azioni di risparmio Milano Assicurazioni per le quali sarà esercitato il diritto di recesso si svolgerà mediante offerta in opzione delle azioni di risparmio Milano Assicurazioni per le quali sarà esercitato il recesso ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437-*quater*, primo comma, cod. civ. (l'“**Offerta in Opzione delle Azioni di Risparmio**”).

Gli azionisti di Milano Assicurazione che eserciteranno il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno il diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni di risparmio che siano rimaste inoptate all'esito dell'Offerta in Opzione delle Azioni di Risparmio.

In caso di mancato acquisto da parte dei soci di Milano Assicurazioni di tutte le azioni di risparmio offerte in opzione saranno applicabili le ulteriori forme di liquidazione, previste dall'art. 2437-*quater*, quarto e quinto comma, cod. civ.

Milano Assicurazioni provvederà a comunicare tempestivamente tutte le informazioni necessarie ai fini dell'esercizio del diritto di recesso, nonché del diritto di opzione e prelazione sulle azioni di risparmio oggetto di recesso, e, se applicabile, sulle successive fasi del procedimento di liquidazione delle azioni di risparmio oggetto di recesso.

Il recesso sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della fusione.

* * * *

Allegati:

(A) Progetto di Fusione, comprensivo dello statuto dell'Incorporante *post* fusione;

(B) Parere sulla congruità finanziaria del rapporto di cambio redatto dall'*advisor* finanziario Goldman Sachs;

(C) Parere metodologico del Prof. Mario Cattaneo in data 20 dicembre 2012.

* * * *

Per il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI S.p.A.

L'Amministratore Delegato

Dott. Carlo Cimbri

Goldman Sachs International
Piazzetta M. Bossi 3, 20121 Milano
Tel: +39 02 8022 1000 Fax: +39 02 8022 2048



Fondiarìa SAI S.p.A.
Corso Galileo Galilei, 12
10126, Milan, Italy

For the attention of the Board of Directors of Fondiarìa SAI S.p.A. (the "Board")

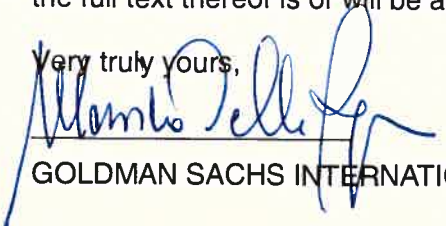
Milan, 20 December 2012

Dear Sirs,

We attach hereto the document (the "Fairness Opinion") which reflects the opinion that we orally rendered to the Board on 20 December 2012 in relation to the fairness from a financial point of view to Fondiarìa SAI S.p.A. ("FonSAI" or the "Company") of the consideration in shares of FonSAI to be re-assigned and issued by the Company in the statutory merger of Premafin Finanziaria - Società per Azioni - Holding di Partecipazioni, Unipol Assicurazioni S.p.A. and, possibly, Milano Assicurazioni S.p.A., into FonSAI (the "Merger") to be carried out pursuant to the terms and conditions set out in the merger plan approved by the Board on 20 December 2012 pursuant to article 2501-ter of the Italian Civil Code.

As indicated therein, the Fairness Opinion is provided solely for the benefit, and for the information and assistance, of the Board in connection with their consideration of the Merger and shall in no way be used for other purposes. Our Fairness Opinion may not be disclosed to any third party or circulated or referred to publicly or relied upon by any other party or for any other purpose without our prior consent, except (i) in cases where the disclosure of such opinion is the object of a specific and express request by a competent authority, and (ii) in connection with the Fairness Opinion being mentioned in the context of the illustrative report (*relazione illustrativa*) prepared by the Board pursuant to article 2501-*quinquies* of the Italian Civil Code (the "Illustrative Report") and/or the informative document (*documento informativo*) on related parties transactions to be drafted and published by the Company in accordance with the provisions of the Consob Regulation No 17221/2010, as subsequently amended, and attached to such Illustrative Report and/or informative document, provided that in each case you have provided us with a reasonable opportunity to review any such disclosure and you have accepted all of our reasonable comments and have included the full text of the Fairness Opinion in the context of disclosure of the Fairness Opinion under point (ii) above and have either included the full text of our opinion or included a reference satisfactory to us about where the full text thereof is or will be available in the context of the disclosure under point (i) above.

Very truly yours,


GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL, FILIALE ITALIANA

Goldman Sachs International – Filiale Italiana
Partita IVA, Codice Fiscale e Numero di Iscrizione Registro Imprese di Milano: 04143250969
Sede: Peterborough Court 133 Fleet St. Londra EC4A 2BB Inghilterra
Iscritta presso: Companies House of England and Wales al n. 02263951
Capitale sociale autorizzato US Dollar 970.000.000 emesso e versato per US Dollar 511.123.317
Iscritta nell'elenco CONSOB delle imprese di investimento comunitarie con succursale al n. 43

Goldman Sachs International
 Piazzetta M. Bossi 3, 20121 Milano
 Tel: +39 02 8022 1000 Fax: +39 02 8022 2048



PERSONAL AND CONFIDENTIAL

20 December 2012

Board of Directors
 Fondiaria SAI S.p.A.
 Corso Galileo Galilei, 12
 10126, Torino, Italy

Ladies and Gentlemen:

You have requested our opinion as to the fairness from a financial point of view to Fondiaria SAI S.p.A. (the "Company") of the Milano Scenario Consideration or, if applicable, the Other Scenario Consideration (each as defined below) to be partly re-assigned and partly issued by the Company in the statutory merger pursuant to articles 2501 and following of the Italian Civil Code (the "ICC"), of Premafin Finanziaria - Società per Azioni - Holding di Partecipazioni ("Premafin"), Unipol Assicurazioni S.p.A. ("Unipol Assicurazioni") and, subject to the approval of the special meeting of its saving shareholders, Milano Assicurazioni S.p.A. ("Milano Assicurazioni"), into the Company (the "Merger") in the context of the integration plan (the "Integration Plan") set forth in the Agreement entered into between Unipol Gruppo Finanziario ("UGF") and Premafin on 29 January 2012, as subsequently amended on 22/25 June 2012 (the "Agreement"). For purposes of this opinion, "Merged Companies" shall mean Premafin, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni if Milano Assicurazioni is included in the Merger and shall mean Premafin and Unipol Assicurazioni if Milano Assicurazioni is not included in the Merger.

The detailed terms and conditions of the Merger are set out in the merger plan (the "Merger Plan") and illustrative report (the "Illustrative Report" and, together with the Agreement and the Merger Plan, the "Transaction Documents") approved by the board of directors of the Company on 20 December 2012 pursuant to, respectively, articles 2501-*ter* and article 2501-*quiquies* of the ICC.

The Merger Plan and the Illustrative Report provide, inter alia, that:

- whilst the merger of Premafin and Unipol Assicurazioni into the Company are considered as inextricably linked and therefore inter-conditional, in the event that the special meeting of the saving shareholders of Milano Assicurazioni does not approve the Merger and

therefore Milano Assicurazioni is not included in it, the Merger will in any event take place by way of merging solely Premafin and Unipol Assicurazioni into the Company;

- the following exchange ratio shall be applied (the "Merger Exchange Ratio"):
 - No. 0.050 ordinary shares in the capital of the Company (the "Ordinary Shares") for each ordinary share in the capital of Premafin;
 - No. 1.497 Ordinary Shares for each ordinary share in the capital of Unipol Assicurazioni; and, if Milano Assicurazioni takes part to the Merger
 - No. 0.339 Ordinary Shares for each ordinary share in the capital of Milano Assicurazioni, and
 - No. 0.549 saving shares of class B in the capital of the Company (the "B Saving Shares") for each saving share in the capital of Milano Assicurazioni;
- the Ordinary Shares held by each of Premafin and Milano Assicurazioni (if it is included in the Merger) will be re-assigned (riassegnate) directly to the shareholders of the relevant Merged Companies to satisfy the Merger Exchange Ratio;
- any further shares in the capital of the Company required to satisfy the Merger Exchange Ratio shall be newly issued shares (either Ordinary Shares or B Saving Shares, as the case may be) of the Company.

Based on the above, the Illustrative Report states that to satisfy the Merger Exchange Ratio:

- if Milano Assicurazioni is included in the Merger, the Company: (i) will re-assign (riassegnerà) and issue (emetterà) an aggregate number of Ordinary Shares equal to 1,632,878,373 and (ii) will issue (emetterà) 55,430,483 B Saving Shares (the aggregate of such Ordinary Shares and B Saving Shares, the "Milano Scenario Consideration") to the shareholders of the Merged Companies;
- if Milano Assicurazioni is not included in the Merger, the Company will re-assign (riassegnerà) and will issue (emetterà) an aggregate number of Ordinary Shares equal to 1,392,668,836 (the aggregate of such Ordinary Shares, the "Other Scenario Consideration") to the shareholders of the Merged Companies.

Goldman Sachs International – Italian Branch ("GSI") and its affiliates (collectively "Goldman Sachs") are engaged in commercial and investment banking and financial advisory services, market making and trading, research and investment management (both public and private investing), principal investment, financial planning, benefits counseling, risk management, hedging, financing, brokerage activities and other financial and non-financial activities and services for various persons and entities. Goldman Sachs and funds or other entities in which Goldman Sachs may invest or with which it may co-invest may at any time purchase, sell, hold or vote long or short positions and investments in securities, derivatives, loans, commodities, currencies, credit default swaps and other financial instruments of the Company, UGF, any of the Merged Companies, and of their respective affiliates and third parties or any currency or commodity that may be involved in the Merger and the other transactions contemplated by the Transaction Documents (the "Transaction") for the accounts of Goldman Sachs and its customers. GSI has acted as financial advisor to the Company in connection with, and has participated in, the discussions with UGF, Milano Assicurazioni and Premafin with respect to certain aspects of the Transaction. GSI has received fees and expects to receive additional fees in connection with the services rendered in connection with the Transaction and the

Company has agreed to reimburse our expenses arising, and indemnify us against certain liabilities that may arise, out of our engagement. We have provided certain investment banking services to the Company, UGF and their respective affiliates from time to time for which our Investment Banking Division has received, and may receive, compensation. Goldman Sachs may also in the future provide investment banking services to UGF, the Company, the Merged Companies and their respective affiliates for which our Investment Banking Division may receive compensation.

In connection with this opinion, we have reviewed, among other things:

- the Transaction Documents, the restructuring plan (piano di risanamento) pursuant to Article 67, 3rd paragraph, of Royal Decree 16 March 1942, No 247 of Premafin, approved by Premafin on 30 March and 17 May 2012 and the agreement for the restructuring of Premafin Indebtedness entered into by Premafin and its credit banks on 13 June 2012 (the "Restructuring Agreement");
- annual reports for the three fiscal years ended 31 December 2011 of each of the Company, Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni and Premafin;
- balance sheets (situazioni patrimoniali di riferimento) of the Company and of each of the Merged Companies as of 30 September 2012;
- the 2012 to 2015 business plan of the Company, each of the Merged Companies and of Popolare Vita S.p.A. approved by the relevant board of directors (the "Business Plans") and approved for our use by the Company;
- the deferred tax assets as of 30 September 2012 of each of the Company, Milano Assicurazioni and Unipol Assicurazioni prepared by the relevant company;
- value in force and the adjusted net asset value calculation as of 30 September 2012 of the Company, Milano Assicurazioni and Unipol Assicurazioni prepared by the relevant company based on a common methodology agreed by each of the Company, Milano Assicurazioni and Unipol Assicurazioni;
- certain presentations related to the real estate portfolio as of 31 December 2011 for the Company and Milano Assicurazioni prepared by the relevant company;
- details on unrealized real estate gains and losses for Unipol Assicurazioni as of 30 September 2012 prepared by Unipol Assicurazioni;
- certain internal financial analyses in relation to the securities' portfolios of the Company, Milano Assicurazioni, Unipol Assicurazioni as of 30 September 2012 prepared by the relevant company;
- certain synergies and transaction costs projected to result from the Merger prepared by the Company (collectively, the "Synergies")
- reported price and trading activity for shares of the Company, Premafin and Milano Assicurazioni; and
- certain financial and stock market information for the Company, Premafin, Milano Assicurazioni and certain other companies the securities of which are publicly traded.

We also held discussions with the senior management of the Company and of Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni and Premafin regarding their assessment of past and current business operations, financial condition and future prospects of each company, who confirmed the reasonableness of the Business Plans and inputs that have been assumed for the purposes of our analysis. We have also discussed with the senior management of the Company about the future prospects of the entity resulting from the Merger with respect to both the scenario in which Milano Assicurazioni is included in the Merger and the one in which Milano Assicurazioni is not included in the Merger.

For purposes of rendering this opinion, we have, with your consent, relied upon and assumed the accuracy and completeness of all of the financial, legal, regulatory, tax, accounting and other information provided to, discussed with or reviewed by us, without assuming any responsibility for independent verification thereof. In that regard, we have assumed with your consent that the Business Plans have been reasonably prepared on a basis reflecting the best currently available estimates and judgments of the Company. We have not made an independent evaluation or appraisal of the assets and liabilities (including, without limitation, any actual or potential liabilities relating to pension fund obligations and any contingent, derivative or other off-balance-sheet assets and liabilities) of the Company, Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni or Premafin or any of their respective subsidiaries, and, except as indicated above, we have not been furnished with any such evaluation or appraisal. We are not actuaries and our services did not include any actuarial determination or evaluation by us or any attempt to evaluate actuarial assumptions and we have relied on your actuaries with respect to reserve adequacy and actuarial estimates included in the Values in Force. In that regard, we have made no analysis of, and express no opinion as to, the adequacy of the loss and loss adjustments expenses reserves or the embedded value of the Company, Unipol Assicurazioni, or Milano Assicurazioni. Furthermore, we are not accountants and our services did not include any evaluations or determinations with respect to applicable accounting principles or standards or with respect to the translation or reconciliation of financial reports of the Company, Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni or Premafin.

We have assumed that all governmental, regulatory or other consents and approvals necessary for the consummation of the Merger will be obtained without any adverse effect on the Company or the Merged Companies or on the expected benefits of the Merger in any way meaningful to our analysis. We also have assumed that:

- the Merger will be consummated on the terms set forth in the Transaction Documents without the waiver or modification of any term or condition the effect of which would be in any way meaningful to our analysis;
- before the date of the Merger, Unipol Assicurazioni will distribute to its shareholders a dividend in an amount of Euro 150 million;
- before the date of the Merger, a capital increase of Unipol Assicurazioni of an aggregate amount of € 600 million will be subscribed by UGF;
- there will be no exercise of withdrawal right by the holders of Premafin shares and Milano saving shares; and
- the values of the saving shares of the Company and Milano Assicurazioni relative to the value of, respectively, the ordinary shares of the Company and Milano Assicurazioni have been calculated by applying, in each case, the discounts implied by the respective

volume weighted average market prices from 6 August 2012 (the first trading date of the B saving shares) to 14 December 2012.

For purposes of rendering this opinion, we have not taken into consideration:

- the potential impact of the issuance of the convertible bonds (*prestito obbligazionario convertibile*) of an aggregate amount of € 201.8 million pursuant to the Restructuring Agreement;
- the potential impact of any disposal to be carried out pursuant to the decision n. 23678 as of 19 June 2012 (C11524) of the Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato; and
- the Synergies.

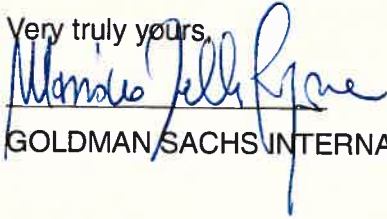
Our opinion does not address the underlying business decision of the Company to enter into the Merger, or the relative merits of the Merger as compared to any strategic alternatives that may be available to the Company; nor does it address any legal, regulatory, tax or accounting matters. This opinion addresses only the fairness from a financial point of view to the Company of: (i) if Milano Assicurazioni is included in the Merger, the Milano Scenario Consideration to be re-assigned and issued in the Merger pursuant to the Merger Plan and (ii) if Milano Assicurazioni is not included in the Merger, the Other Scenario Consideration to be re-assigned and issued in the Merger pursuant to the Merger Plan. We do not express any view on, and our opinion does not address, any other term or aspect of the Transaction Documents or the Transaction, including the Merger, or of any term or aspect of any other agreement or instrument contemplated by the Transaction Documents or entered into or amended in connection therewith, including the fairness of the Transaction and/or the Merger to, or the consideration received in connection therewith by, the holders of any class of shares in the capital of the Company or of its creditors or other constituencies; nor as to the fairness of the amount or nature of any compensation to be paid or payable to any of the officers, directors or employees of the Company, UGF or any of the Merged Companies or any class of such persons. We do not express any view on, and our opinion does not address, the allocation of the Milano Scenario Consideration or, if applicable, the Other Scenario Consideration among its recipients or the choice of the classes of shares, the rights conferred to each class of shares or the relative value of the Ordinary Shares and the B Saving Shares to be re-assigned or issued pursuant to the Merger and comprising such Consideration. We are not expressing any opinion as to the prices at which the Ordinary Shares, the B Saving Shares or the shares in any other class of the capital of the Company will trade at any time or as to the impact of the Transaction on the solvency or viability of UGF, the Company or of any of the Merged Companies, or of the ability of UGF, the Company or of any Merged Company to pay their respective obligations when they come due. Our opinion is necessarily based on economic, monetary, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof, and we assume no responsibility for updating, revising or reaffirming this opinion based on circumstances, development or events occurring after the date hereof.

Our advisory services and the opinion expressed herein are provided solely for the information and assistance of the Board of Directors of the Company in connection with its consideration of the Merger and such opinion does not constitute a recommendation as to how any holder of shares in the capital of the Company should vote with respect to the Merger or any other matter. This opinion has been approved by a fairness committee of Goldman Sachs.

Based upon and subject to the foregoing, it is our opinion that, as of the date hereof:

- ❑ the Milano Scenario Consideration to be partly re-assigned and partly issued by the Company in the Merger pursuant to the Merger Plan is fair from a financial point of view to the Company if Milano Assicurazioni is included in the Merger;
- ❑ the Other Scenario Consideration to be partly re-assigned and partly issued by the Company in the Merger pursuant to the Merger Plan is fair from a financial point of view to the Company if Milano Assicurazioni is not included in the Merger.

Very truly yours,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Monica Jelliffe", is written over a horizontal line.

GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL, FILIALE ITALIANA

Consiglio di Amministrazione di
Fondiaria-SAI S.p.A
Via Galileo Galilei 12
Torino

20 Dicembre 2012

Ai Componenti del Consiglio di Amministrazione

1. Il sottoscritto Mario Cattaneo, Professore Emerito di Finanza Aziendale presso la Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicurative dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano, ha, anzitutto, preso atto:

- del progetto di integrazione mediante fusione di Fondiaria-SAI S.p.A. con Premafin S.p.A., Milano Assicurazioni S.p.A., Unipol Assicurazioni S.p.A. (il "Progetto"),

- dell'affidamento, da parte di Fondiaria-SAI S.p.A., a Goldman Sachs del compito di:

- . assisterla sul piano della consulenza finanziaria;
- . proporre al Consiglio di Amministrazione un range di rapporti di cambio tra le azioni delle diverse società coinvolte nell'operazione;
- . esprimere e riassumere le sue conclusioni in una *fairness opinion*;

- dell'affidamento, da parte di Fondiaria-SAI S.p.A., a Citigroup di analogo compito, agendo per conto dei propri Amministratori indipendenti,

- della circostanza che le peculiarità, le complessità e i molteplici aspetti di delicatezza dell'operazione hanno indotto Fondiaria-SAI S.p.A ad avvertire l'esigenza che il proprio Consiglio di Amministrazione, prima di assumere consapevolmente le proprie autonome determinazioni sul fondamento dei processi e dei risultati di valutazione indicati nelle *fairness opinion* degli advisor Goldman Sachs



e Citigroup, disponesse anche di un'ulteriore opinione indipendente sull'esaustività e completezza degli elementi di giudizio su quali fondare le proprie decisioni.

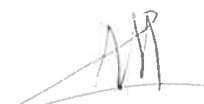
In conseguenza di quanto sopra la Vostra Società ha affidato al sottoscritto, con incarico formalmente redatto in data 18 Aprile 2012 (ma l'inizio della consulenza risale alla prima settimana di Febbraio 2012), il compito:

- di affiancare, a fini prevalentemente conoscitivi, l'attività ricognitiva e valutativa svolta dagli *advisor*, ai quali è rimasta la completa autonomia e responsabilità dei compiti loro affidati sulla base di specifico mandato;
- di proseguire poi la consulenza, secondo le modalità da me giudicate più opportune per soddisfare le esigenze come sopra dichiarate dalla Società.

L'incarico prevedeva che, al termine dell'attività svolta, redigessi in forma scritta (ciò che realizzo con questo documento) una relazione conclusiva attinente agli aspetti più significativi riscontrati nell'intero processo valutativo antecedente alle decisioni finali del Consiglio di Amministrazione per informarlo, con adeguato grado di analisi critica e di completezza, degli elementi più rilevanti di cui mi sembrasse doversi tenere conto ai fini delle conclusioni da proporre all'Assemblea di Fondiaria-SAI in tema di rapporti di cambio.

2. Il sottoscritto, con riferimento all'incarico ricevuto, ha esaminato, tra l'altro, la documentazione di seguito indicata:

- accordo d'integrazione 29 gennaio 2012 Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (UGF) e Premafin Finanziaria S.p.A.
- Holding di Partecipazioni (Premafin);
- ordinanza Autorità Garante Concorrenza e Mercato (AGCM) del 26 aprile 2012;



2

- comunicazione UGF del 22 maggio 2012 in risposta a Consob relativamente a obblighi di OPA;
- deliberazioni Assemblea straordinaria e ordinaria di Fondiaria-SAI del 19 marzo 2012;
- presentazione al Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI del perimetro possibili cessioni per adeguamento a indicazioni AGCMA del 26 aprile 2012;
- documento UGF del 6 giugno 2012 di sintesi accordi per fusione;
- comunicazione Premafin del 14 giugno 2012 circa sottoscrizione con le banche della convenzione per la ristrutturazione dei debiti - Piano di Risanamento;
- offerta investimento di Sator/Palladio 8 giugno 2012;
- comunicato 29 giugno 2012 sul raggruppamento azioni ordinarie e di risparmio di Fondiaria-SAI;
- confronto del 2 luglio 2012 tra operazione proposte da UGF e Sator/Palladio predisposto da Goldman Sachs;
- *opinion* di Gualtieri & Associati del 3 luglio 2012 relativa;
- *idem*, redatta da Vitale & Associati S.p.A.
- comunicato Premafin del 19 luglio 2012 sottoscrizione aumento capitale sociale di Premafin per €339,5 milioni da parte di UGF;
- bilanci di esercizio e consolidati di gruppo al 31 dicembre 2011 società Fondiaria-SAI, Premafin, Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni nonché relazioni intermedie, ove predisposte, 30 marzo; 30 giugno; 30 settembre 2012;
- proiezioni economico-finanziarie 2013-2015 Milano Assicurazioni 4 dicembre 2012;
- proiezioni economico-finanziarie 2013-2015 Unipol Assicurazioni 28 novembre 2012;



- proiezioni economico-finanziarie 2013-2015 del Gruppo Premafin 16 dicembre 2012;
- proiezioni economico-finanziarie 2013-2015 del Gruppo Fondiaria Sai 28 novembre 2012;
- bozza progetto di fusione ex art. 2501-ter Cod. Civ.;
- bozza relazione degli amministratori ex art. 2501-quinquies c.c. e ex art. 70, c.2, Regolamento Emittenti Consob;
- bozza del *"Piano Industriale Congiunto per progetto di Fusione Gruppi Unipol-Fondiaria SAI"*, 8 dicembre 2012, redatto con l'assistenza dell'Advisor Industriale.

3. Tenuto conto degli obiettivi assegnati alla mia attività comunico di aver svolto le mie analisi secondo le seguenti linee:

i. rivisitazione in parallelo dei principi e dei metodi seguiti dall'advisor Goldman Sachs nella sua attività ricognitiva e valutativa svolta ai fini di pervenire all'indicazione di una forchetta di possibili rapporti di cambio all'interno della quale si potrebbero collocare i rapporti azionari di cambio che il Consiglio di Amministrazione definitivamente proporrà all'Assemblea, con una implicita opinione di adeguatezza e di congruità. A completamento delle mie informazioni, ho potuto prendere atto anche degli esiti, di scelte e di applicazione dei metodi valutativi, raggiunti da Citigroup (Citi), che ha agito quale advisor degli Amministratori indipendenti di Fondiaria-SAI;

ii. esame ragionato delle circostanze principali, parecchie delle quali aventi carattere di singolarità, che hanno influenzato la predisposizione e la complessa attuazione del "Progetto", almeno fino al momento precedente alle delibere dei Consigli di Amministrazione delle diverse

società che saranno il preludio delle delibere assembleari sulle fusioni. Ciò al fine di constatarne, da una parte, la loro presa in considerazione nelle elaborazioni effettuate da Goldman Sachs e, dall'altra, di esprimere su di esse il mio parere, onde facilitare un *focus* di attenzione sulle medesime da parte del Consiglio di Amministrazione. Questi, ritengo infatti che, nell'ambito della sua attività volta a formulare le indicazioni definitive in tema di rapporti di cambio, non potrà che fondarle sia sulle risultanze analitiche dell'attività degli *advisor* sia sulle considerazioni derivanti dalle riflessioni circa le peculiarità della vicenda esaminata, nella duplice ma convergente ottica aziendale e degli Azionisti, così come considerate dagli *advisor* e, autonomamente, dagli Amministratori.

4. Sul primo punto sopra richiamato, e cioè sulle informazioni desunte dal ripercorrere, in parallelo, l'attività degli *advisor*, segnatamente di Goldman Sachs, fornisco alcune risultanze cui sono pervenuto al termine della mia analisi.

Anzitutto ricordo la ben nota prudenza che deve sempre accompagnare l'utilizzo delle conclusioni cui pervengono gli *advisor* finanziari in occasioni simili a quella cui qui ci si riferisce. Le predette conclusioni vanno considerate, secondo la comune opinione, alla luce di taluni limiti e difficoltà quasi sempre presenti e che, nel caso di specie e senza pretesa di esaustività nella loro menzione, riassumo nei seguenti aspetti principali:

- (a) i dati previsionali e le stime e proiezioni economico-finanziarie utilizzate ai fini delle valutazioni relative presentano, per loro natura, profili di incertezza circa l'effettiva prevedibilità

della *performance* operativa e reddituale futura attesa, anche in relazione a possibili variazioni del contesto di riferimento. Nel nostro caso le attuali incertezze del mercato assicurativo, nell'ambito dell'assai volatile congiuntura generale, e le peculiarità della scelta di concentrare in un'unica entità aziendale una holding di partecipazioni con tre società assicuratrici, oltretutto alquanto diverse tra loro per storia, cultura e situazioni pregresse, accentuano il peso della circostanza menzionata;

- (b) l'andamento dei mercati finanziari potrà avere impatti non solo sui prezzi di mercato delle società considerate, ma anche sulle stesse grandezze patrimoniali ed economico-finanziarie rilevanti quali, a titolo esemplificativo, l'*Adjusted Net Asset Value* ("A-NAV") e l'*Embedded Value*;
- (c) le metodologie di valutazione basate sulle stime di un *Embedded Value*, calcolato ad oggi avuto riguardo alle società interessate alla operazione di fusione, fanno riferimento a stime sostanzialmente interne;
- (d) la prevista distribuzione, da effettuare prima della realizzazione della fusione tra le quattro società, di un dividendo di €150 milioni da parte di Unipol Assicurazioni è stata considerata ai fini delle valutazioni relative ma è tuttora soggetta alla approvazione del Consiglio di Amministrazione e dell'Assemblea di Unipol;
- (e) gli *advisor* hanno applicato metodologie di natura diversa, analitiche o di mercato, che hanno richiesto l'utilizzo di dati e parametri differenti.

Nel considerare tali metodologie, è opportuno che il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI tenga conto delle caratteristiche e dei limiti di ciascuna di esse

nonchè delle connesse modalità applicative, così come dichiarate dagli stessi *advisor* e da me riprese più avanti per riassunto.

Ai fini della determinazione dei rapporti di cambio, Goldman Sachs ha individuato una pluralità di metodi e di criteri di valutazione di natura sia analitica sia di mercato, in considerazione delle caratteristiche specifiche delle società oggetto di valutazione ed in linea con quanto previsto dalla prassi valutativa prevalente a livello nazionale ed internazionale per operazioni di natura simile. Tali metodologie, d'altra parte, al fine di consentire l'accertamento di un vero vantaggio derivante dal loro impiego, non devono essere singolarmente valutate, bensì considerate quali componenti inscindibili di un unico processo valutativo. Infatti, la trattazione dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia in modo indipendente, e non alla luce del rapporto di complementarità che si crea mediante l'uso dei diversi criteri, può comportare una perdita complessiva di significatività riferibile all'intero processo di valutazione.

Le metodologie utilizzate da Goldman Sachs per la valutazione, in chiave relativa, di Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni, Premafin e Unipol Assicurazioni ai fini della prospettazione al Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI della forchetta di rapporti di cambio azionari di possibile riferimento ai fini della complessa operazione di fusione sono:

- a) il *Dividend Discount Model*, inteso quale metodo principale;
- b) il Metodo dei Multipli di Mercato;
- c) l'Analisi di Regressione;
- d) il *Normalized Embedded Value*.

Non dissimili sono state le scelte metodologiche di Citi,

peraltro caratterizzate dalle specifiche peculiarità applicative utilizzate da questo *advisor* secondo il proprio stile.

Informo che le metodologie sub b), c) e d) sono state considerate da Goldman Sachs quali *metodi di supporto o di controllo*.

Nell'ambito di ogni singola metodologia valutativa, Premafin è stata valutata in base al *Net Asset Value (NAV)*, assumendo la connessa valutazione assegnata a Fondiaria-SAI.

Per gli aspetti teorici e applicativi connessi all'impiego delle metodologie sopra indicate, si fa rinvio alla trattazione svolta su di essi da parte di Goldman Sachs. Personalmente concordo sulla selezione dei metodi valutativi effettuata da Goldman Sachs e sulle modalità applicative di cui l'*advisor* ha fatto uso: entrambe mi sono apparse espressione di prassi correnti e di scelte tecniche accurate e di diffuso consenso. Anche per Citi vale il medesimo apprezzamento.

Riassumo solo alcuni aspetti, a mio parere particolarmente significativi, connessi con l'utilizzo di ciascuno dei metodi richiamati.

Dividend Discount Model

Tale diffusa metodologia analitica, è stata utilizzata per le attività assicurative. I valori economici e finanziari alla base dell'applicazione di questa metodologia fanno riferimento a grandezze patrimoniali, economico-finanziarie ed attuariali riferite al 30 Settembre 2012 nonchè a proiezioni delle stesse elaborate dal *top management* delle società per il periodo 2013-2015 e a base dei piani industriali individuali, in corso di approvazione da parte dagli organi amministrativi delle singole società.

L'adozione del DDM ha condotto all'esclusione da essa del



contributo riveniente dalla componente *real estate* e ha tenuto conto di altre assunzioni esplicitate dall'*advisor* (tra cui la distribuzione dell'*excess capital* rispetto a un margine di solvibilità target del 120%) che mi sono apparse ragionevoli. Tra esse va menzionato un aggiustamento finale dei risultati che ha riguardato la presa d'atto delle plus/minusvalenze rilevabili sugli immobili e sul portafoglio titoli, separatamente calcolati.

Metodo dei Multipli di Mercato

Nel caso in esame, Goldman Sachs si è rifatta ai multipli del rapporto P/E, facendo riferimento ai multipli P/E medi per il 2013 e per il 2014 di un campione di società comparabili e applicando gli stessi alle previsioni di risultato netto delle singole società (con esclusione delle componenti straordinarie) ricavate dalle singole proiezioni industriali normalizzate. Con riferimento all'utilizzo del Metodo dei Multipli nel caso di Unipol Assicurazioni, Goldman Sachs ha considerato, tra l'altro, il ritorno economico del divisato aumento di capitale sociale di €600 milioni.

Analisi di Regressione

Per l'impiego di questo metodo, riferito al 30 Settembre 2012, l'*advisor* ha riguardato il rapporto P/TBV (*Tangible Book Value*) derivato dalla regressione lineare, alla stessa data, della applicazione dei multipli di società comparabili alle stime del RoATE (*Return on Average Tangible Equity*) 2013 e 2014 delle diverse società. Queste grandezze sono state desunte dalle proiezioni economico-finanziarie 2013-2015 a base delle bozze dei piani industriali individuali delle differenti entità.

Per Unipol è stato tenuto conto degli effetti sia della distribuzione del dividendo di €150 milioni (di cui si dirà più avanti) sia del previsto aumento di capitale di €600

milioni di prevista realizzazione prima del completamento delle fusioni.

Normalized Embedded Value

In base a questo Metodo, che implica una valutazione di tipo statico, i valori delle società sono stati stimati dall'*advisor* come somma tra l'ANAV (*Adjusted Net Asset Value*) e il VIF (*Value In Force*). A parte qualche altro aspetto particolare, va ricordato che, anche in questo caso, per Unipol sono stati considerati gli effetti sia dell'aumento di capitale per €600 milioni sia della distribuzione del dividendo per €150 milioni.

L'uso, da parte di Goldman Sachs, del DDM come *metodo principale* ha condotto alla formazione di una forchetta di rapporti di cambio applicabili per le diverse società. Quanto ai *metodi di controllo* l'*advisor* ha invece preso, quale termine di riferimento, il valore medio tra il minimo e il massimo determinati mediante l'impiego di ciascuno tra i metodi scelti.

La relativa ampiezza di ciascun intervallo di valutazione dipende dall'adozione, da parte dell'*advisor*, di ipotesi minime e massime di possibili variazioni di talune grandezze utilizzate all'interno del metodo, così come adeguatamente esplicitato. Confermo, in base all'attività con la quale ho ripercorso il cammino svolto dall'*advisor*, di poter condividere le conclusioni raggiunte da Goldman Sachs. Peraltro, ai fini del loro consapevole utilizzo da parte del Consiglio di Amministrazione, ritengo che, oltre ai risultati dell'*advisor*, possano essere congiuntamente tenute in conto anche le riflessioni da me stimulate avuto riguardo ai vari punti che tratto in questa Relazione, oltre le altre che gli Amministratori ritenessero di sviluppare autonomamente: esprimo l'opinione, su cui tornerò in più occasioni e anche al momento delle



conclusioni, che mai, come nel caso della divisata fusione tra le quattro società partecipanti al "Progetto", le indicazioni analitiche costituiscano certamente un fondamentale punto di partenza per le decisioni di proposta che gli Amministratori formuleranno oltre che, in ultima analisi, per le future deliberazioni degli Azionisti chiamati a votarle, ma che, ragionevolmente, non possano essere considerate, da sole, come quelle compiutamente decisive. In definitiva, confermo che l'attività di affiancamento conoscitivo realizzato sulle analisi e sulle elaborazioni svolte da Goldman Sachs mi consentono di comunicare che mi ritrovo nei risultati ottenuti dall'*advisor*, derivanti dalla applicazione, secondo comune prassi professionale, dei diversi metodi di valutazione sopra indicati e utilizzati ai fini della determinazione delle forchette dei rapporti di cambio purchè tutto ciò sia integrato dalle riflessioni almeno sulle ulteriori circostanze richiamate in questa Relazione, qualora il Consiglio di Amministrazione non le giudicasse rappresentate con sufficiente peso nei risultati presentati dall'*advisor*.

5. Da qui in avanti, passo a esaminare il contenuto del secondo punto richiamato *supra* al §3, c'è l'attenzione che, a mio parere, deve essere rivolta alle principali peculiarità del "Progetto", viste nel suo contenuto e nella attuazione che esso ha avuto fino ad ora, nell'ottica sia della società sia degli azionisti. Ciò mi appare fondamentale, come ho già osservato, per supportare compiutamente le scelte del Consiglio di Amministrazione sui rapporti di cambio da proporre all'Assemblea.

Ho inteso attribuire a questa Relazione, quale primo e rilevante obiettivo, quello di focalizzare l'esame del



Consiglio di Amministrazione sulla natura complessiva della vicenda attinente alla fusione dei Gruppi Fondiaria e Unipol. Mi sembra, infatti, di dover segnalare come, nel panorama delle recenti fusioni tra Gruppi economici italiani, quotati e non quotati, la vicenda qui esaminata mostri parecchi elementi che tendono a mettere in evidenza molteplici aspetti di atipicità. Resta preliminarmente valido, a mio parere, che le consuete analisi di valore svolte in occasione di operazioni di fusioni societarie, ai fini della determinazione dei rapporti di cambio azionario giudicati massimamente congrui nei casi di specie, debbano essere realizzate (come è avvenuto anche in questa occasione) con la massima diligenza e attenzione tecnica. E', tuttavia, da affermare che i loro risultati devono essere considerati dagli Amministratori proponenti e dagli Azionisti, destinatari delle informazioni e delle proposte, insieme a circostanze di natura strategico globale particolarmente numerose e significative sebbene non facilmente quantificabili.

E' noto, dalla dottrina e dalla prassi, che un progetto di fusione si basa, anzitutto, su un'adeguata analisi dei fondamentali di riferimento, racchiusi in formulazioni analitiche che supportino la determinazione di risultati di valori tra loro comparabili in senso relativo piuttosto che in termini di declinazione di valori assoluti, preferibilmente attribuibili ai patrimoni aziendali in altre vicende finanziarie; poi, anche sulla considerazione delle opzioni strategiche che accompagnano variamente l'operazione e che si esprimono in termini prevalentemente qualitativi, sebbene si cerchi talvolta di rappresentarle in termini quantitativi (spesso, più di tipo ordinale che cardinale). Le accennate opzioni strategiche sono sia declinate in termini globali, cioè riferiti al complesso



aziendale riveniente dalla fusione (quando ne sussistono le condizioni), sia ponendo in evidenza i loro riferimenti puntuali ai diversi interessi che vengono a comporsi nella realizzazione di un progetto di fusione. Tra questi si individuano *in primis*, come è ovvio, gli interessi degli Azionisti, considerati nella loro individualità e attenti ai rapporti di cambio proposti, in un'ottica sia immediata, cioè di valore monetario eventualmente scambiabile sul mercato, sia mediata, cioè in termini di prospettive di dinamica dei valori azionari in base ai prevedibili esiti industriali dell'operazione di fusione. Il tutto è attualmente reso più problematico dalla volatilità della congiuntura globale e dei singoli mercati.

6. Una preliminare circostanza di atipicità dell'operazione qui esaminata consiste nella declinazione di una proposta finale bicefala, che verrà formulata dai Consigli di Amministrazione alle Assemblee. Tratto subito di tale questione, sebbene essa emerga solo al termine dell'intero processo valutativo, perchè l'incertezza che essa porta con sé (in termini di decisioni finali degli Azionisti di Fondiaria-SAI) mi sembra piuttosto significativa. Invero, la necessaria tutela della libertà di scelta degli Azionisti di Risparmio di Milano Assicurazioni intorno alla decisione se accettare o rifiutare il cambio delle loro azioni con azioni di risparmio Fondiaria di cat.B (cioè senza incorporazione di diritti pregressi) non palesa un significativo valore, in sé considerata, come emerge dalle informazioni ricavabili in argomento dal progetto di fusione. Ciò che potrebbe rilevare è la conseguenza, se lo scambio venisse rifiutato dall'Assemblea degli Azionisti di Risparmio di Milano Assicurazioni (che si svolgerà in tempi successivi rispetto a quello della formulazione delle

proposte di fusione alle Assemblee delle società interessate): l'uscita di Milano Assicurazioni dal progetto di fusione.

E' evidente il notevole mutamento di prospettive. Mentre le altre tre società, che costituiscono il nocciolo inscindibile del "Progetto", si troverebbero unificate in Fondiaria, Milano Assicurazioni continuerebbe la sua vita individuale. Poichè essa rimarrebbe controllata dalla società riveniente dalla fusione di Premafin e Unipol nella nuova Fondiaria, un importante interrogativo non sarebbe sciolto, almeno al presente: quale potrebbe essere l'incidenza di questa diversa situazione sulle prospettive industriali complessive della nuova entità post-fusione non integrata anche con Milano Assicurazioni ma che manterrebbe la detenzione, su di essa, di un controllo che ne potrebbe persino consentire un'eventuale futura cessione sul mercato (oggi evidentemente esclusa nel Progetto-base giacchè si è programmata la fusione della Milano nel Gruppo a quattro)? Non impossibile potrebbe anche essere l'ipotesi di una successiva fusione di Fondiaria con Milano Assicurazioni, a nuove condizioni, tutte da negoziare.

Il puro calcolo finanziario consente di identificare anche significativi rapporti di cambio utilizzabili nell'ipotesi che Milano Assicurazioni possa restare esclusa dalla fusione. Così facendo si suppone, peraltro, una sostanziale invarianza strategica tra le due situazioni, al termine della fusione: quella che vede anche Milano incorporata in Fondiaria e la seconda che la vede esclusa, seppure sottoposta al controllo di Gruppo. Secondo il mio parere, tale invarianza è più una ragionevole ipotesi che una provata conclusione.

Credo opportuno segnalare questi interrogativi al Consiglio di Amministrazione di Fondiaria per una riflessione in sede

di formulazione di una decisione sui rapporti di cambio da proporre all'Assemblea. A mio parere, gli elementi oggi disponibili non sono suscettibili di mutare in modo apprezzabile l'opinione degli Amministratori di Fondiaria-SAI sull'intera operazione, salvo sottolineare l'esigenza che essi indichino in modo adeguato l'elemento d'incertezza agli Azionisti.

7. Riprendo l'argomento della atipicità della operazione discussa, accennato nel suo insieme *supra* al §3.

La motivazione scatenante del Progetto di fusione sta nella crisi del Gruppo Premafin-Fondiaria, caratterizzata anche dalla delegittimazione progressiva degli Azionisti di riferimento di Premafin, con negativi effetti gestionali di forte impatto e a cascata su Fondiaria-SAI e, in misura minore, su Milano Assicurazioni.

Questa è, semplicemente, storia.

La comunità finanziaria ha rilevato per Fondiaria-SAI, anche in conseguenza della sua progressiva ripulitura dagli effetti di molteplici operazioni negative impostate in passato, talvolta in conflitto d'interessi, emerse e denunciate in successione, l'esigenza di base di una adeguata iniezione di nuovo capitale proprio. La dimensione dell'apporto di capitale fresco, quantificato da Fondiaria-SAI nel Piano d'Intervento presentato all'ISVAP e da questi autorizzato con provvedimento del 10 Gennaio 2012 in € 1,1 miliardi, aveva lo scopo primario di consentire il rispetto degli indicatori minimi previsti dal Regolatore per la permanenza della società sul mercato delle assicurazioni. E', questa, una circostanza che, a mio parere, non va mai dimenticata perchè s'innesta, in modo fondamentale, in ogni ragionamento pertinente l'alternativa tra l'accettazione e il rifiuto del "Progetto", da parte degli Azionisti, alle

condizioni che saranno loro prospettate dal Consiglio di Amministrazione.

Nel passato prossimo, solo l'aumento di capitale, ove attuato, avrebbe potuto consentire a Fondiaria-SAI, autonomamente considerata e ove non fosse stata condizionata dal controllo di Premafin cui era soggetta, di proseguire nella sua attività aziendale in regime di continuità, con le positività e le debolezze che la caratterizzavano sul piano operativo. Il rilievo della circostanza menzionata sta nel fatto che l'inderogabilità della realizzazione di un aumento di capitale dell'ammontare richiamato è elemento essenziale, non monetario ma con la tipicità di esprimere l'aspetto di un'opzione strategica, che spiega la pretesa, per chiunque l'avesse sottoscritto, di conseguire un congruo "premio" o "sconto", comunque lo si voglia chiamare, per il fatto di aver mantenuto Fondiaria-SAI in continuità aziendale sul mercato e di non averla lasciata passare a una fase di commissariamento o, addirittura, di liquidazione. E', questo, un elemento basilare che ho sempre avuto presente, che non ho mai taciuto nell'ambito dei contatti che ho avuto, nel tempo, con la società e i suoi vertici, e che trasmetto oggi agli attuali Amministratori, cui è certamente ben noto, per la valutazione del suo possibile impatto sulle conclusioni attinenti alla congruità dei rapporti di cambio che essi andranno a proporre agli Azionisti.

8. In data 29 Gennaio 2012 UGF (controllante di Unipol Assicurazioni) e Premafin (controllante di Fondiaria-SAI) hanno stipulato il noto "Accordo di investimento" (per i cui dettagliati contenuti faccio rinvio alle numerose comunicazioni ufficiali in argomento rese pubbliche fino ad

ora, anche avuto riguardo alle integrazioni dell'"Accordo" intervenute il 22/25 Giugno 2012).

Con l'"Accordo d'investimento" venivano assicurati, tra l'altro, il servizio dell'aumento di capitale di Fondiaria-SAI da parte di Premafin (e della controllata Finadin), nel frattempo passate sotto il controllo di UGF, e la dotazione a Unipol Assicurazioni delle risorse finanziarie e patrimoniali necessarie, nel contesto del "Progetto", al rafforzamento patrimoniale di Fonsai. E', quindi, evidente che è da tali eventi che si ricava la convinzione (avallata da Consob la quale, tra l'altro, ha esentato UGF dal lancio di un'OPA su Premafin, controllante di Fonsai-SAI) che si è trattato di un intervento di salvataggio. La circostanza è stata sostenuta con forza dai manager di Unipol durante tutta la prima fase delle analisi tecniche svolte dalle Parti e dai loro advisor allo scopo di definire le ipotesi dei rapporti di cambio da proporre ai Consigli di Amministrazione delle società coinvolte nel "Progetto". Sebbene si faccia riferimento a una tesi sostenuta unilateralmente (ma, come visto, confermata dalle Autorità quanto a importanti conseguenze di mercato) ritengo trattarsi di una circostanza ormai pacifica anche perchè, di fatto, Fondiaria-SAI non ha individuato alcun altro percorso alternativo.

Invero, sempre nel corso della prima fase delle relazioni intercorse, a partire dalla fine del mese di gennaio 2012, tra il Gruppo Premafin-Fondiaria-Milano Assicurazioni e il Gruppo UGF-Unipol ricordo che è apparsa la proposta Sator-Palladio, come possibile alternativa all'intervento del Gruppo UGF-Unipol. L'iniziativa Sator-Palladio si è caratterizzata come ipotesi d'intervento per un aumento di capitale di Fondiaria-SAI in misura assai minore di quello di € 1,1 miliardi ma è stata declinata perchè ritenuta



finanziariamente non abbastanza solida e soddisfacente. Inoltre essa non sembrava porre in evidenza un vero contenuto industriale.

A questo punto il condurre a compimento l'intesa con UGF ha definitivamente rappresentato l'unica via di sbocco per la sopravvivenza di Fondiaria-SAI. L'aumento di capitale di Fondiaria-SAI ne è stata la manifestazione conclusiva e il conseguente risultato della prevalenza teorica e applicativa del soggetto che aveva esercitato il salvataggio era ormai palese.

Ritengo che, in argomento, non vi sia altro da dire e che il Consiglio di Amministrazione abbia tutti gli elementi per le sue riflessioni in merito, tenuto conto della avvenuta storicizzazione e irreversibilità degli eventi richiamati e anche dei conseguenti effetti di *governance* e di organizzazione e gestione della società, successivi a tale fase delle trattative e significativamente influenti sull'avvio a realizzazione del "Progetto".

9. L'iniziativa di UGF e di Premafin, sfociata nel "Progetto" ed oggi in corso di realizzazione mediante la fusione tra le diverse società coinvolte, è stata presentata ed effettivamente è, anche a mio parere, una operazione di largo respiro industriale. Ne sono prove evidenti: la dimensione complessiva della società che risulterà dalla fusione, le semplificazioni organizzative e di comando implicate, la focalizzazione dichiarata sul *business* assicurativo, il rafforzamento patrimoniale e di solvibilità della nuova entità, l'auspicato miglioramento della negoziabilità dei titoli azionari tenuto conto che si tratterà di una società quotata e di maggior capitalizzazione nonchè caratterizzata da un ampio flottante.

Non vanno però sottaciute talune difficoltà di immediata emersione quali la diversità degli obiettivi finora perseguiti che, nel caso di Fondiaria-SAI e, in parte, di Milano Assicurazioni, consentivano l'individuazione dei segmenti assicurativo (con prevalenza nei Rami Danni), immobiliare, bancario; in quello di Unipol Assicurazioni portavano a vedere una forte concentrazione sull'attività assicurativa, sia Danni sia Vita; nel caso di Premafin non conducevano a riscontrare elementi di specifica sinergia con le altre società mentre è evidente che era da menzionare la mera presenza, nell'operazione, di strutture residuali di una holding di partecipazioni.

Le proiezioni economico-finanziarie 2013-2015, alla base dei piani industriali individuali in corso di approvazione da parte degli organi amministrativi delle diverse società, rispecchiano una visione *standalone* di ciascuna d'esse e sembrano confermare una sufficiente aspettativa di stabilità alle medesime. Sono stato informato che un piano industriale *combined* (sempre redatto dalle quattro società del "Progetto", con l'assistenza di un consulente indipendente e che tiene conto anche delle sinergie ragionevolmente attese dalla fusione tra le diverse entità) è in corso di predisposizione, di presentazione agli organi societari e, infine, di approvazione. Dalle informazioni ricevute in argomento sembra che esso possa rassicurare sulle positive prospettive complessive della nuova Fondiaria, quale uscirà dai processi di fusione.

E', peraltro, evidente che è dalla presa d'atto delle situazioni odierne delle diverse società, considerate *standalone*, che hanno preso le mosse i processi valutativi svolti dagli *advisor*. E', d'altra parte, confortante il fatto che la lunga gestazione del processo di predisposizione delle fusioni abbia consentito la



convergenza degli orientamenti del management, sia di Fondiaria sia di Unipol, verso soluzioni condivise di futura gestione e di organizzazione unitaria nonché di superamento di talune problematiche di valutazione di importanti segmenti di attività e di passività che avevano agitato i rapporti preliminari alle fusioni, fino a primavera inoltrata.

Mi sembra di dover dare atto dell'influenza generale delle circostanze qui riportate sui processi di valutazione degli *advisor* mentre a qualche ulteriore aspetto particolare accennerò più avanti. Tuttavia, ritengo fin d'ora che sia opportuno che gli Amministratori svolgano qualche riflessione anche sugli aspetti di rischiosità deducibili dalle situazioni descritte. Mi pare chiaro che la comune azione, da tempo in corso, intrapresa dagli esponenti delle organizzazioni aziendali di diversa provenienza per orientare schemi concordati e sinergici della futura gestione unificata sia un fatto positivo; altrettanto plausibile è l'ipotesi che la tendenziale omologazione dei comportamenti, che si manifesta quando il cambio di comando su un Gruppo è ormai realizzato, possa avere avuto anche qualche influenza sulle dichiarate convergenze di stili operativi e valutativi rispetto al recente passato e che di ciò vi possa essere traccia anche nelle conclusioni di valutazione.

10. Si ricorda che, tra la primavera e lo scorcio iniziale dell'estate 2012, è intervenuto lo stop temporaneo al proseguimento delle attività propedeutiche alla fusione, a seguito del provvedimento dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) datato 26 aprile 2012. Ad esso è seguito, dopo una fase interlocutoria, il provvedimento datato 19 giugno 2012, con il quale



l'Autorità, ai fini della prosecuzione dell'operazione, ha previsto la dismissione, da parte del Gruppo Assicurativo Unipol, di società e/o uno o più rami d'azienda composti, tra l'altro, da marchi, contratti di assicurazione di agenzia, infrastrutture e risorse connesse alla gestione dei rami, per un importo totale di circa € 1,7 miliardi di premi. Contro la procedura di dismissione è tuttora in corso un contenzioso promosso da Unipol presso il TAR del Lazio.

Difficile risulta valutare, quanto alle accennate dismissioni, l'effetto sul fronte industriale, diretto e indiretto, suscitato dal loro impatto (totale o parziale ove, nel corso della procedura, fossero ottenute riduzioni sulle richieste di AGCM), tenuto anche conto di un mercato assicurativo in forte evoluzione.

Comunque, rammento che le richieste dell'AGCM sono state considerate da parte degli *advisor*, che hanno avuto accesso conoscitivo alla dimensione, composizione, possibili effetti delle dismissioni nell'ambito del *data base* utilizzato per le proprie analisi e per la costruzione dei modelli valutativi. E', questa, l'informazione di cui dispone oggi il Consiglio di Amministrazione e che, nei termini descritti, non mi sembra dovrebbe dare origine a nuove preoccupazioni valutative ai fini delle decisioni che gli Amministratori sono attualmente chiamati ad assumere, salva la presa d'atto dell'incertezza ulteriore che essa porta con sé e che mi pare debba essere adeguatamente segnalata agli Azionisti.

11. Un aspetto strategico, significativo sia per Fondiaria post-fusione (che avrà, nel frattempo, incorporato Premafin) sia per gli Azionisti, è contenuto nel Piano di Risanamento e Fusione approvato dal Consiglio di



Amministrazione di Premafin, nelle riunioni del 30 marzo e del 17 maggio 2012 (la cui ragionevolezza è stata attestata, a sensi di legge, dall'esperto dott. Enzo Maria Simonelli, coadiuvato dal Prof. Stefano Caselli), poi sfociato nell'Accordo di Ristrutturazione del debito, sottoscritto tra Premafin e le Banche creditrici di Premafin (con la sola esclusione di GE) in data 12 giugno 2012. L'aspetto strategico consiste nella trasformazione, *post* fusione, di debiti di Premafin verso banche per €201,8 milioni in un prestito obbligazionario (il c.d. "Convertendo"), destinato per due terzi alle banche creditrici e per un terzo a UGF. A prescindere dalle altre caratteristiche tecniche del prestito, dalla sua remunerazione e dalla sua durata, preme qui menzionarne tre aspetti:

- a. se, prima della scadenza del prestito (fine 2015), il margine di solvibilità di cui disporrà Fondiaria *post* fusione cadesse, per un periodo di sei mesi, al di sotto dei limiti regolamentari, il "Convertendo" si convertirà automaticamente in Capitale proprio di Fondiaria;
 - b. al momento della conversione del prestito in capitale, si determinerà comunque un effetto diluitivo sul capitale di Fondiaria;
 - c. per ovviare a questa evenienza UGF ha espresso l'intenzione di avviare negoziazioni con le banche creditrici perchè il "Convertendo", allorchè si trasformi in capitale, sia previamente offerto in opzione agli azionisti di Fondiaria *post* fusione, con garanzia sull'eventuale inoptato da parte delle banche e di UGF. Le connesse trattative saranno presumibilmente svolte dopo l'approvazione del progetto di fusione.
- Una riflessione possibile in argomento è che la soluzione fa superare, almeno in parte, uno degli aspetti sotto il

profilo economico-aziendale più problematici (anche se inevitabile, dato il condizionamento esercitato a suo tempo dagli Azionisti di riferimento di Premafin sulla soluzione delle difficoltà della controllata Fondiaria-SAI) e cioè quello di ricomprendere Premafin nel perimetro della fusione, con la conseguenza di convogliare sulla Fondiaria *post* fusione il debito di Premafin verso le banche.

Per la parte dei debiti sostituita dal "Convertendo", la soluzione garantisce, in ogni situazione, la trasformazione dei debiti in capitale e, quanto all'effetto diluitivo, cui si cerca di ovviare mediante i programmati nuovi accordi tra banche e UGF, essa sembra in grado di evitarne un impatto sostanziale. Per ciò che concerne la situazione in cui si troverebbero, in ciascuna delle alternative possibili, i singoli Azionisti è evidente che solo i maggiori tra essi potrebbero essere danneggiati dal possibile effetto diluitivo, suscettibile di ridurre il loro peso in talune situazioni, mentre per gli Azionisti minori la circostanza, pur manifestandosi, non mi sembra che dovrebbe avere particolari conseguenze vista la non specifica qualificazione della loro partecipazione. Segnalo, comunque, le sopra esposte conclusioni per una riflessione in merito, ove lo ritenga opportuno, da parte del Consiglio di Amministrazione in tema di analisi delle rischiosità non quantificabili che si accompagnano alla determinazione dei rapporti di cambio che gli Amministratori sono chiamati a effettuare.

12. Una decisione, che le Parti hanno preso ancora durante la prima fase delle loro discussioni a proposito di quale avrebbe dovuto essere il contenuto dei patrimoni delle società che avrebbero partecipato all'attuazione del "Progetto", ha riguardato le sorti della partecipazione



(consistente in poco meno di un terzo del capitale sociale) detenuta da Unipol Assicurazioni in Unipol Banca, istituto di credito di pertinenza del Gruppo UGF.

Ricordo che la questione è sorta fin dalla fase iniziale delle trattative tra Unipol e Premafin-Fondiaria in quanto la prima aveva escluso la facoltà, richiesta da controparte e dai suoi esperti, di lasciare effettuare una *due diligence* sullo stato della Banca dichiarando, quanto alla medesima, la disponibilità a fornire i soli documenti contabili ufficiali.

Stante l'evidente asimmetria informativa in argomento, che si sarebbe aggiunta alle altre difficoltà accertate inizialmente in tema di scambio di reciproche informazioni attinenti a parecchi aspetti caratterizzanti le diverse situazioni aziendali delle società coinvolte nel "Progetto", fu convenuto, anzitutto, di soprassedere a specifiche verifiche sullo stato della Banca. Fu anche concordata, nei termini di seguito esposti, una soluzione di cui, peraltro, non mi sono noti i termini di formalizzazione: la concessione a Fondiaria, da parte di UGF, di un'opzione *put*, riferita all'attuale valore contabile espresso dall'accennata partecipazione nel bilancio di Unipol Assicurazioni, da esercitare al termine del quinto anno successivo alla data di efficacia civilistica della fusione; la reciproca concessione a UGF, da parte di Fondiaria, di un'opzione *call* da esercitare, alle stesse condizioni ma entro il quinquennio successivo alla data di efficacia civilistica della fusione.

Dal punto di vista che qui rileva, cioè la tutela degli Azionisti di Fondiaria in vista dell'attuazione del "Progetto", atteso il limitato interesse che, a mio parere, risulta attualmente attribuibile alla partecipazione in Unipol Banca che ha, soprattutto, la funzione di svolgere



operazioni creditizie sinergiche all'interno del Gruppo UGF, la disponibilità della *put*, sia pure a cinque anni, assume il significato di una sorta di assicurazione contro l'emersione di eventualità negative. Certo si è che è difficile prevedere, nell'ambito della Fondiaria post-fusione, quali potrebbero essere gli effetti (posto che ve ne siano) della gestione di Unipol Banca sull'economia di Fondiaria. D'altra parte, nell'odierna situazione dei mercati finanziari, è anche difficile ipotizzare effetti positivi per Fondiaria derivabili dalla detenzione di tale partecipazione (che ha, anche per la sua dimensione minoritaria, soprattutto un aspetto finanziario più che gestionale). Ne consegue che l'eventuale anticipato esercizio della *call*, da parte di UGF, mi sembra che potrebbe essere considerata, per Fondiaria, più un ulteriore elemento di riduzione del rischio che l'espressione di una perdita di opportunità.

Mi pare, in ogni modo, che il Consiglio di Amministrazione cui mi rivolgo, potrebbe svolgere, ove lo ritenga opportuno, qualche riflessione di merito relativamente alla valutazione dell'aspetto di rischio cui Fondiaria, post fusione, sarà sottoposta stante la duplice opzione di cui si è detto. Non penso, però, che la circostanza possa avere particolare peso quantitativo in tema di determinazione dei rapporti di cambio.

13. Più volte, in questa Relazione, ho fatto cenno al fatto che l'inusuale prolungarsi della fase propedeutica alle riunioni dei Consigli di Amministrazione, che devono deliberare le proposte di cambio, si è accompagnata alla maturazione di un notevole cambiamento delle situazioni effettive in cui si sono trovati coloro che hanno



predisposto i *data base* per gli *advisor* e, in parte, anche gli stessi *advisor*.

Ne riassumo alcuni aspetti essenziali.

Ritengo che gli approcci e le manifestazioni preliminari d'intento tra i due Gruppi UGF-Unipol e Premafin-Fondiarria si siano svolti in un clima in cui il dibattito sulle opportunità strategiche di fondo non poteva che prevalere sulle problematiche di valutazione.

Appena le intese iniziali hanno preso corpo, si sono subito innestate le questioni della definizione dell'esatto perimetro dell'operazione, dei criteri di valutazione da adottare, del superamento delle asimmetrie tra i due gruppi in tema di operatività e di criticità peculiari all'uno o all'altro, del peso continuamente emergente (e sempre dibattuto) dell'intervento c.d. "di salvataggio" e degli effetti che esso poteva provocare sul sistema dei valori di riferimento.

Tutto ciò è sfociato, da una parte, in una dialettica particolarmente accentuata tra gli esponenti interni delle due organizzazioni (che avevano il compito di predisporre i *data base* iniziali per le valutazioni) e di attenzione dell'*advisor* (che in siffatta situazione ha percorso anche vie autonome d'indagine oltre che dedicarsi a utilizzare criticamente quelli predisposti all'interno delle organizzazioni aziendali); dall'altra, in un continuo dibattito tra i manager di vertice dei due Gruppi, volto a comprendere le notazioni valutative, talvolta confliggenti, di cui via via disponevano e a ricondurle nell'ambito di razionali mediazioni di interessi. Allorchè era stata praticamente raggiunta un'intesa sulle valorizzazioni complessive da riconoscere, in termini relativi, alle diverse entità coinvolte nel "Progetto" è poi sopravvenuto il blocco di ogni attività, a motivo del già segnalato

intervento dell'AGCM, che ha di fatto prolungato la durata del periodo di gestazione dell'operazione di circa un trimestre, facendolo ripartire a settembre.

Peraltro, nel frattempo si sono manifestate anche situazioni positive. Il prolungarsi dei tempi ha favorito il già accennato sviluppo spontaneo di maggiori comprensioni operative e di analisi tra gli esponenti delle diverse organizzazioni aziendali coinvolte nel processo di predisposizione dei dati; la progressiva omologazione delle organizzazioni, conseguente all'insediamento dei nuovi vertici aziendali a seguito dell'operazione di ricapitalizzazione di Fondiaria-SAI ha certamente influito in modo ulteriore e diversificato sul crearsi della nuova situazione in cui il "Progetto" si sta avviando alla realizzazione; la definitività dei dati contenuti nelle Situazioni Finanziarie Semestrali e, all'ultimo, in quelle dei primi nove mesi dell'esercizio in corso, ha senza dubbio aumentato lo spessore e la significatività del bagaglio informativo di riferimento per l'operazione.

Nel periodo cui si fa cenno si sono anche manifestate circostanze che hanno influito sull'apprendimento di non pochi elementi di valutazione: i dati del mercato immobiliare e l'approfondimento in comune delle diverse situazioni (oltre l'emergere di peculiari vicende societarie riferite al passato) hanno fatto meglio decantare le informazioni a suo tempo disponibili (derivanti sia da stime aziendali sia da perizie indipendenti) che conducevano a enfatizzare talune discrasie valutative attinenti ai patrimoni immobiliari di Fondiaria-SAI e di Unipol, riducendone alquanto l'impatto; il migliorato andamento del mercato finanziario ha concorso a favorire i ridimensionamenti, senza eliminare del tutto le conseguenze (ciò che è stato tenuto in conto da parte

dell'*advisor*) di talune perplessità valutative inerenti alle rischiosità implicite nei titoli strutturati e in altre componenti del portafoglio mobiliare dei due Gruppi; un'azione maggiormente coordinata del management nonchè le iniziative delle Autorità di Controllo del settore assicurativo hanno anche positivamente inciso sui comportamenti, sia di Fondiaria sia di Unipol, per quanto attiene alla riservazione, con l'effetto di un riallineamento delle opinioni aziendali sulla convergenza dei criteri usati per le stime relative alle diverse società coinvolte nel "Progetto".

In conclusione, gli attuali dati di riferimento appaiono assai più coerenti nelle diverse entità che partecipano al "Progetto" rispetto a quelli di cui gli *advisor* disponevano nella tarda primavera. Inoltre, come già detto, essi costituiscono anche il fondamento delle proiezioni economico-finanziarie 2013-2015, a base dei piani aziendali *standalone*, in corso di ufficializzazione da parte degli organi di governo delle diverse aziende, ~~delle proiezioni economico-finanziarie 2013-2015~~ e il presupposto informativo per la bozza del piano industriale *combined* in corso di completamento con l'assistenza di un consulente specializzato.

Mi consta che tutte queste circostanze abbiano avuto adeguata valorizzazione nelle stime dell'*advisor*. L'intervallo dei valori riferibili a ciascuna delle grandezze di cui si è detto concorre a spiegare, tra l'altro, il formarsi della forchetta di rapporti di cambio entro cui possono collocarsi i rapporti definitivi che saranno determinati dal Consiglio di Amministrazione.

14. Tratto, infine, di una circostanza emersa solo nell'ultima fase delle attività propedeutiche alle riunioni

dei Consigli di Amministrazione delle diverse società coinvolte nella realizzazione del "Progetto", impegnati a definire i rapporti di cambio, ma che ha un notevole rilievo. Essa riguarda l'indicazione che Unipol Assicurazioni intende deliberare la distribuzione ai propri attuali Azionisti di un dividendo di €150 milioni ante fusione con le altre tre società.

L'informazione, recentemente pervenuta agli *advisor* e ai consulenti, riguarda una circostanza (la distribuzione di un dividendo ante fusione da parte di Unipol) che non mi risulta essere stata mai trattata prima, nè in positivo nè in negativo, nel corso dell'intera negoziazione: questa, per quanto a mia conoscenza, si è sempre basata sull'obiettivo di sintetizzare nei rapporti di cambio gli effetti di tutte le circostanze note giudicate suscettibili di influire, nell'ottica delle Parti, sui valori relativi attribuibili alle diverse società partecipanti al "Progetto".

La prima indicazione circolata a proposito del detto dividendo è stata per una cifra di €250 milioni, poi definitivamente ricondotta a €150 milioni.

Il significato dell'operazione merita qualche ulteriore delucidazione e commento.

Nell'ottica generale è possibile che la genesi dell'accennata distribuzione tragga origine anche dalle conclusioni, maturate tra il management di Unipol e di Fondiaria, tenuto conto sia:

- del contenuto delle situazioni finanziarie al termine dei primi nove mesi dell'esercizio 2012, confrontate con quelle dei precedenti periodi;
- degli assestamenti contabili-valutativi intercorsi e di cui già si è detto;

- delle proiezioni economico finanziarie 2013-2015 a base dei piani industriali *standalone* delle singole società in corso di approvazione;

- della rivisitazione della tenuta delle proiezioni e dei piani per i prossimi anni nell'ambito della predisposizione della bozza di piano industriale *combined*, redatta dalle quattro società con l'assistenza di un consulente esterno. Appare probabile che le diversificate variazioni delle reciproche posizioni economiche, finanziarie ma, soprattutto, patrimoniali, dipendenti da un migliorato andamento aziendale abbiano, in definitiva, condotto i vertici societari di Unipol a concludere che i rapporti di cambio su cui, all'inizio del passato mese di Luglio, era stata raggiunta una prima intesa tra i Consigli di Amministrazione delle diverse società, non fossero più suscettibili di essere confermati *tel quel*, in quanto veniva complessivamente segnalato un miglioramento relativo della posizione di Unipol rispetto alle società del Gruppo Premafin-Fondiarica-Milano: ne sarebbe derivata, quindi, l'esigenza per Unipol di modificare tali rapporti di cambio o di conseguire, altrimenti, un conguaglio di valore a suo favore, identificabile nel dividendo.

La modificazione della situazione, nota agli *advisor* nei termini sopra detti e compatibile con gli esiti dell'aggiornamento delle analisi da loro svolte circa le variazioni di valore e gli assestamenti nel frattempo intervenuti nel corso dell'ultimo periodo e di cui già si è detto, hanno condotto Goldman Sachs a tener conto, nelle sue determinazioni circa la forchetta di rapporti di cambio giudicata adeguata ai fini di definire l'intervallo entro il quale ci si attende che si collochino i rapporti di cambio proposti all'Assemblea, anche della ipotizzata

distribuzione di un dividendo ante fusione di €150 milioni da parte di Unipol Assicurazioni.

Preso atto, nei termini di cui ho riferito *supra*, al §9, del processo di aggiornamento dei dati di riferimento utilizzati dall'*advisor* per la costruzione della forchetta di rapporti di cambio aggiornata e del fatto che il proposto dividendo di €150 milioni da parte di Unipol ha concorso a determinare le accennate conclusioni di Goldman Sachs, esprimo qualche considerazione nel merito di tale distribuzione ante fusione.

Dal punto di vista del contenuto della decisione e in un'ottica strettamente aziendale, esprimo qualche perplessità. In termini di metodo, avrei certamente ritenuto preferibile che si fosse agito sulla modificazione dei valori relativi attribuiti in precedenza alla diverse entità partecipanti al "Progetto", per tener conto dei fatti nuovi intervenuti, piuttosto che procedere alla distribuzione di un dividendo.

Mi è chiaro che la soluzione adottata è relativamente semplice, non riporta in discussione conclusioni provvisorie (sia pure riferite a una situazione almeno in parte diversa da quella attuale) raggiunte a suo tempo e conosciute dal mercato, è suscettibile di poter essere giudicata in linea di massima non troppo dissimile rispetto all'alternativa di agire sui rapporti di cambio.

Tuttavia osservo che, a parte una certa possibile equivalenza sostanziale, la soluzione adottata è pur sempre la prevalente conseguenza degli assestamenti di valori accertati e attuati negli ultimi mesi e che derivano in parte da circostanze esterne e in parte dalla rivisitazione di poste patrimoniali la cui stima si presenta, nella congiuntura generale e nei mercati attuali, come particolarmente incerta e volatile. Ciò avrebbe anche

potuto suggerire di non modificare le conclusioni precedenti. Dando atto, tuttavia, della possibile esistenza, al contrario, di circostanze che inducevano a realizzare tale modificazione, ritengo che l'advisor si sia mosso, sull'argomento, all'interno dei limiti informativi di cui disponeva e di applicazione di sufficiente prudenza.

Ricordo, infine, che la distribuzione del dividendo è anche un fatto finanziario, oltre che a rilevanza patrimoniale, dotato delle connotazioni richiamate. In situazioni, come quelle odierne, di grande incertezza circa la tenuta delle situazioni finanziaria e di liquidità delle imprese, è nota la tendenza a razionare con grande prudenza l'uso della liquidità. E' tuttavia vero che, nell'ambito del compendio patrimoniale e finanziario conseguente alla attuazione della fusione tra le società del "Progetto", l'ammontare distribuito non costituisce una componente di significativa rilevanza. Mi è, però, non facile ritenere che si tratti di una scelta ottimale pur se possibile.

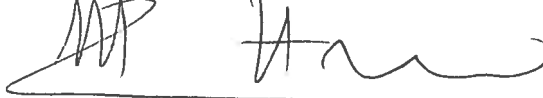
La mia indicazione, rivolta al Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI non è, dunque, di tornare a riflettere nuovamente sulla questione del ripristino (probabilmente necessario o, almeno, opportuno) di un equilibrio tra valori relativi la cui precarietà è emersa durante il periodo intercorso tra il momento delle prime determinazioni provvisorie e quello attuale ma, almeno, di esprimere un'opinione sull'opportunità della decisione di indirizzarsi lungo la via prescelta rispetto ad altre alternative. Mi sembra, comunque, che la circostanza, la quale introduce un elemento di incertezza, di carattere nuovo, sia da motivare adeguatamente agli Azionisti.



15. Accompagnando le considerazioni svolte in queste pagine esprimo, in conclusione, avuto riguardo all'impegno che il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI è chiamato a svolgere, il convincimento che il Consiglio possa procedere alla determinazione dei rapporti di cambio da proporre all'Assemblea della società operando una scelta di valori che trovino conferma dalla loro collocazione all'interno dell'intervallo di ragionevolezza determinato dall'advisor mediante l'utilizzo del DDM e siano anche confermati dal riferimento ai valori medi, ricavati dall'impiego dei metodi di controllo. Mi permetto suggerire che tenga anche conto delle particolari circostanze che hanno caratterizzato la realizzazione del "Progetto" e del fatto che la loro attenta considerazione possa condurre gli Amministratori a collocare i rapporti di cambio di propria determinazione, più o meno vicini ai limiti minimi o massimi dell'intervallo indicato da Goldman Sachs. Qualche considerazione sulla distribuzione del dividendo mi pare, infine, opportuna.

Milano, 20 Dicembre 2012

Prof. Mario Cattaneo

A handwritten signature in black ink, consisting of a series of loops and strokes, positioned below the typed name.

Milano, 19 dicembre 2012

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Fondiaria SAI S.p.A.

Oggetto: parere del comitato per le operazioni con parti correlate ai sensi dei Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni significative e procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria SAI S.p.A.



Egregi Signori,

facciamo riferimento alla prospettata operazione di integrazione con il gruppo Unipol ("**Operazione di Integrazione**"), la quale in particolare prevede la fusione per incorporazione in Fondiaria SAI ("**Società**") di Premafin Finanziaria S.p.A. ("**Premafin**"), Unipol Assicurazioni S.p.A. ("**Unipol Assicurazioni**"), e Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**") ("**Fusione**"). A tal proposito, ai sensi dei *Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni significative e procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria SAI S.p.A.* ("**Procedura Parti Correlate**"), formuliamo il seguente parere.



Premessa

In data 29 gennaio 2012, Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**UGF**") e Premafin hanno stipulato un accordo ("**Accordo**") per la realizzazione di un'operazione costituita dalle seguenti, e inscindibili, fasi:

- la predisposizione da parte di Premafin di un piano di risanamento della propria esposizione debitoria e la ricapitalizzazione di Premafin da parte di UGF attraverso un aumento di capitale riservato (l'“**Aumento di Capitale Premafin**”);
- l'utilizzo da parte di Premafin delle risorse finanziarie derivanti dal suddetto Aumento di Capitale Premafin al fine di consentire l'integrale sottoscrizione, da parte di Premafin e della controllata Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti (“**Finadin**”), per le quote di rispettiva pertinenza, di un aumento di capitale di Fondiaria SAI di Euro 1.100 milioni, offerto in opzione ai soci (l'“**Aumento di Capitale Fonsai**”);
- la fusione per incorporazione in Fondiaria SAI di Unipol Assicurazioni e Premafin, da considerarsi parte essenziale e irrinunciabile dell'Operazione di Integrazione, alla quale è stata invitata a partecipare anche Milano Assicurazioni.

L'Accordo era finalizzato in particolare ad assicurare il rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fondiaria SAI e, nel contempo, a creare 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 interessate all'Operazione di Integrazione.

I risultati dell'esercizio 2011 evidenziavano una grave situazione di *deficit* patrimoniale di Fondiaria SAI, alla luce della quale l'ISVAP, ai sensi dell'applicabile disciplina di vigilanza assicurativa in materia di margine di solvibilità, chiedeva alla stessa Società di presentare tempestivamente un piano di intervento che consentisse di ripristinare il rispetto dei necessari margini di solvibilità.

A tal proposito, nel piano di intervento trasmesso all'ISVAP in data 30 gennaio 2012 ai sensi dell'art. 227 del d.lgs. 209/2005, Fondiaria SAI ha espressamente indicato che l'Aumento di Capitale Fonsai, strumentale alla necessaria ripatrimonializzazione, si

Superba

inseriva, quale passaggio funzionale ed integrante, nel più ampio ambito dell'Operazione di Integrazione con il Gruppo Unipol.

Successivamente alla sottoscrizione dell'Accordo, le parti coinvolte nell'Operazione di Integrazione hanno avviato un articolato e complesso negoziato volto ad individuare le quote di partecipazione al capitale sociale della *combined entity* risultante dalla Fusione da attribuire agli attuali azionisti delle quattro società partecipanti.

Nel corso delle negoziazioni, UGF ha da prima formulato, in data 16 aprile 2012, una proposta che prevedeva l'attribuzione ad UGF di una percentuale del capitale ordinario dell'incorporante *post* Fusione pari al 66,7%. A seguito delle ulteriori trattative intercorse fra le parti, l'ipotesi originaria è stata successivamente rivista e formalizzata in una nuova proposta presentata da UGF in data 6 giugno 2012, che prevedeva l'attribuzione delle seguenti quote di partecipazione al capitale ordinario di Fondiaria SAI *post* Fusione¹:

- UGF: 61,00²%;
- Altri azionisti³ FONDIARIA-SAI: 27,45%;
- Altri azionisti⁴ MILANO ASSICURAZIONI: 10,7%;
- Altri azionisti⁵ PREMAFIN: 0,85%.

¹ Tale comunicazione di UGF, resa pubblica attraverso comunicato stampa della stessa UGF in data 6 giugno 2012 indica tra l'altro che (i) la proposta formulata "è parametrata sull'ammontare complessivo delle azioni ordinarie di Fondiaria Sai che saranno in circolazione alla data di efficacia della Fusione (ivi incluse quelle detenute dalle controllate di Fondiaria Sai)" e che (ii) non vi erano "obiezioni a considerare una contribuzione del capitale di risparmio sul capitale totale calcolata sulla base delle quotazioni di borsa medie ponderate su un orizzonte temporale di sei mesi".

² Le percentuale indicata non tiene conto delle ulteriori azioni Fondiaria SAI direttamente detenute da UGF, pari a circa il 4,9% del capitale ordinario, che sono state acquisite da UGF successivamente agli accordi del giugno - luglio 2012, mediante sottoscrizione in sede di Aumento di Capitale Fondiaria SAI. Conseguentemente, per effetto della Fusione - a parità di sottostanti rapporti di cambio - le percentuali finali di partecipazione al capitale attribuibile agli azionisti delle società coinvolte nell'operazione subirebbero una variazione rispetto alle percentuali che erano state originariamente indicate.

³ Azionisti di Fondiaria SAI diversi da Premafin.

⁴ Azionisti di Milano Assicurazioni diversi da Fondiaria SAI.

⁵ Azionisti di Premafin diversi da UGF.

engelen

In data 11 giugno 2012 il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI ha quindi deliberato, a maggioranza, di comunicare a UGF la propria disponibilità a procedere all'ulteriore definizione della prospettata Fusione sulla base della suddetta proposta.

Fondiaria SAI, nel comunicare la propria disponibilità a procedere nella definizione dell'Operazione di Integrazione ha, fra l'altro, previsto che:

- entro la data di approvazione del progetto di fusione, fosse condiviso un piano industriale congiunto, che tenesse conto anche degli interventi richiesti dall'AGCM, predisposto con l'assistenza di primario *advisor* industriale indipendente nominato congiuntamente da tutte le parti che confermasse – attraverso specifica attestazione da rilasciarsi sempre entro la data di approvazione del progetto di Fusione – la ragionevolezza delle sinergie attese e la quantificazione della patrimonializzazione prospettica previste nel piano medesimo;
- le parti avessero proceduto ad un aggiornamento, per tutte le società coinvolte, delle valutazioni di *asset* di maggior rilevanza, nel contesto delle usuali attività propedeutiche alla predisposizione del progetto di Fusione, restando inteso che le risultanze delle verifiche sarebbero state prese in considerazione solo ove rilevanti. Tale aggiornamento avrebbe dovuto riguardare in particolare, per quanto attiene ad Unipol Assicurazioni, il portafoglio di titoli strutturati, nonché le riserve sinistri di Fondiaria SAI e di Unipol Assicurazioni.

Le intese raggiunte fra le parti con lo scambio di corrispondenza del mese di giugno 2012, così come le ulteriori specificazioni contenute nella risposta di Fondiaria SAI come approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'11 giugno 2012, sono state rese note al mercato e riflesse nel prospetto informativo pubblicato dalla Società in relazione all'Aumento di Capitale Fondiaria SAI.




La prima fase dell'Operazione di Integrazione si è completata con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Premafin, perfezionato in data 19 luglio 2012 con la sottoscrizione dell'aumento riservato da parte di UGF, e con l'esecuzione dell'Aumento di Capitale Fondiaria SAI, completato in data 13 settembre 2012 tramite la sottoscrizione delle azioni Fondiaria SAI rimaste inoplate da parte di un Consorzio di Garanzia formato da banche (quanto alle azioni ordinarie) e di UGF (quanto alle azioni di risparmio di categoria B) (di seguito, con riferimento alla fase conclusasi con la sottoscrizione di detti aumenti di capitale, la **"Prima Fase"**).

Le parti hanno quindi avviato l'*iter* necessario per sottoporre la proposta di Fusione alle rispettive assemblee (di seguito, con riferimento al periodo intercorrente tra gli aumenti di capitale e l'approvazione del progetto di Fusione, la **"Seconda Fase"**), ponendo in essere le opportune ulteriori attività istruttorie e negoziali.

A tale ultimo riguardo, il comitato di amministratori indipendenti, nominato in relazione all'Operazione di Integrazione ai sensi della Procedura Parti Correlate è chiamato in questa Seconda Fase a verificare se risultino confermate le ragioni che avevano indotto in precedenza il medesimo comitato - nella sua precedente composizione - a valutare positivamente l'Operazione di Integrazione, e ad esprimere il proprio parere vincolante in relazione al progetto di Fusione - quale passaggio essenziale ed integrante della complessiva Operazione di Integrazione - al fine di consentire al Consiglio di Amministrazione di assumere le proprie determinazioni in proposito e formulare le relative proposte da sottoporre all'assemblea di Fondiaria SAI.

Ai fini del presente parere, solo per chiarezza di esposizione e ferma restando la continuità di attività dell'organo, si farà riferimento alle attività svolte dal comitato distinguendo il **"Comitato nella sua Precedente Composizione"** – ovverosia quello in carica durante la prima fase - dal **"Comitato nella sua Nuova Composizione"**.

Si rammenta che, nell'ambito della fase istruttoria dell'Operazione di Integrazione, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva già espresso, in data

legato

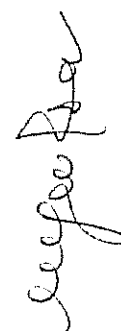
17 maggio 2012, il proprio parere favorevole (cfr. **doc. 1**) in relazione al contenuto di una proposta formulata dal *management* della Società indicante le percentuali attese di partecipazione al capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie dell'incorporante Fondiaria SAI, come risultante dalla Fusione, da attribuire alle società coinvolte nell'Operazione di Integrazione, unitamente alle assunzioni poste alla base di tali valutazioni.

Tale proposta, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società sempre in data 17 maggio 2012, prevedeva in particolare una partecipazione attesa degli attuali soci ordinari di Fondiaria SAI diversi da Premafin, pari al 27,45% del capitale ordinario di Fondiaria SAI *post* Fusione.

Successivamente, con riferimento alla controproposta inviata da UGF in data 6 giugno 2012, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva espresso a maggioranza, in data 11 giugno 2012, il proprio parere favorevole (cfr. **doc. 2**), motivando la propria decisione con la circostanza che la stessa, pur collocandosi al di fuori dell'intervallo di valori preliminarmente indicati dagli *advisor* finanziari, rispondeva pur tuttavia all'interesse degli azionisti alla luce del peculiare contesto aziendale, in presenza principalmente di una richiesta di urgente ripatrimonializzazione avanzata dall'ISVAP ai sensi della disciplina di settore in tema di ripristino del margine di solvibilità corretto.

In data 5 luglio 2012, il Comitato nella sua Precedente Composizione si era quindi riunito per esaminare una serie di eventi sopravvenuti rispetto alla data dell'11 giugno 2012 e, ad esito di tale esame, aveva espresso il proprio parere favorevole a maggioranza (cfr. **doc. 3**), confermando le motivazioni e le conclusioni raggiunte e contenute nel precedente parere dell'11 giugno 2012.

Da ultimo, in data 11 luglio 2012, il Comitato nella sua Precedente Composizione si era riunito al fine di esaminare le condizioni in base alle quali sarebbe stato costituito il consorzio bancario di garanzia relativo all'aumento di capitale Fondiaria SAI, nonché



ogni passaggio funzionale alla sua esecuzione, ivi inclusi gli impegni di garanzia assunti da UGF con riferimento alle azioni di risparmio di categoria B di Fondiaria SAI di nuova emissione.

In proposito, il Comitato nella sua Precedente Composizione, a maggioranza, aveva ritenuto che sia la sottoscrizione del contratto di garanzia, sia l'assunzione dell'impegno da parte di UGF di sottoscrivere le eventuali azioni di risparmio di categoria B rimaste inoperte – essendo volti ad assicurare l'integrale sottoscrizione dell'aumento di capitale deliberato dalla Società in esecuzione del piano di intervento presentato all'ISVAP – risultassero pienamente rispondenti all'interesse della Società al completamento della necessaria ripatrimonializzazione (cfr. **doc. 4**).

Il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI – proseguite le attività funzionali al completamento dell’Operazione di Integrazione - si accinge ora ad esaminare, nella seduta del 20 dicembre 2012, il progetto di Fusione da sottoporre all’approvazione dell’assemblea dei soci.

Il presente parere viene quindi reso, secondo le vigenti disposizioni di legge e regolamentari ed in conformità a quanto previsto dalla Procedura Parti Correlate adottata da Fondiaria SAI, al fine di verificare la sussistenza dell'interesse della Società all'esecuzione della Fusione, oltre che la sua convenienza e correttezza sostanziale.

1. Termini e condizioni della Fusione

In base alle informazioni fornite dal *management* e alle evidenze documentali pervenute al Comitato nella sua Nuova Composizione, si riportano di seguito le principali caratteristiche della prospettata operazione di Fusione.

La Fusione prevede l'incorporazione di Premafin, Unipol Assicurazioni ed eventualmente Milano Assicurazioni in Fondiaria SAI. In particolare, il rapporto di cambio indicato nella bozza di progetto di Fusione che verrà sottoposta

Lucy Bow

all'approvazione del Consiglio di Amministrazione della Società è stato determinato nella seguente misura:

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

Nel caso in cui l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni non approvi la Fusione, gli altri rapporti di cambio rimarranno invariati.

Non sono previsti conguagli in denaro.

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 appositamente convocata ai sensi degli artt. 146, comma 1, lett. b), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e 2376 del codice civile.

Ciò dipende dalla circostanza che, in sede di Fusione, agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni saranno offerte in concambio azioni di risparmio di categoria "B" di Fondiaria SAI. In conseguenza di tale assegnazione, all'esito della Fusione, gli azionisti di Milano Assicurazioni verrebbero a percepire il loro privilegio di priorità solo dopo il pagamento del privilegio di priorità in favore degli azionisti titolari di azioni di risparmio di categoria "A" di Fondiaria SAI, dandosi luogo a un "pregiudizio di diritto indiretto", di natura qualitativa, della categoria degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni considerato rilevante ai fini della ricorrenza dei presupposti

Supervenor

applicativi degli artt. 146, comma 1, lett. b), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e 2376 cod. civ..

Qualora l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fondiaria SAI, si procederebbe comunque alla Fusione di Premafin e di Unipol Assicurazioni in Fondiaria SAI. In tale evenienza, fermi restando i rapporti di cambio individuati nel progetto di Fusione, le percentuali finali di partecipazione al capitale degli azionisti delle tre società coinvolte nella Fusione varierebbero conseguentemente.

Qualora, invece, la predetta assemblea speciale di Milano Assicurazioni dovesse approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fondiaria SAI, agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che non abbiano concorso alle deliberazioni sulla Fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g), cod. civ..

In altre parole, secondo quanto riferito dal *management*, nell'ambito dell'Operazione di Integrazione le incorporazioni in Fondiaria SAI di Unipol Assicurazioni e di Premafin sono state considerate e devono considerarsi tra di loro come inscindibilmente connesse e reciprocamente indispensabili; invece, la mancata approvazione del progetto di fusione da parte dell'assemblea degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni precluderebbe il perfezionamento dell'operazione di incorporazione di quest'ultima in Fondiaria SAI, ma non il perfezionamento delle operazioni di incorporazione di Unipol Assicurazioni e di Premafin.

A seguito della Fusione la Società manterrà l'attuale oggetto sociale.

Posto che la clausola dell'oggetto sociale di Premafin consente alla società di operare sia come *holding* nel settore economico-industriale, sia direttamente nel campo immobiliare, mentre la clausola dell'oggetto sociale di Fondiaria SAI è necessariamente e per legge limitata allo svolgimento dell'attività assicurativa, in conseguenza della

unipol

Fusione agli azionisti di Premafin che non avranno concorso alla deliberazione di Fusione spetterà il diritto di recesso ex art. 2437, comma 1, lett. a), cod. civ.

Con riguardo alla individuazione di coloro che debbono ritenersi come “soggetti che hanno concorso alla Fusione” e ai quali, pertanto, non verrà riconosciuto il diritto di recesso, UGF e Premafin hanno reso noto al mercato in data 25 giugno 2012 di aver concordato di limitare il diritto di recesso, nel contesto della Fusione sicché – in conformità con i vincoli indicati da Consob in sede di provvedimento di esenzione dall’OPA obbligatoria – tale diritto di recesso non spetti agli “azionisti di riferimento” di Premafin precedenti all’Aumento di Capitale Premafin, che hanno concorso all’assunzione della delibera relativa al medesimo Aumento di Capitale Premafin.

Secondo quanto rappresentato dal *management*, la circostanza che, nella Fusione, Fondiaria SAI incorpori la propria controllante Premafin, nonché, eventualmente, la propria controllata Milano Assicurazioni, produce alcuni riverberi sulle modalità di assegnazione delle azioni Fondiaria SAI che verrebbero attribuite in concambio. Ciò in quanto sia Premafin che Milano Assicurazioni detengono azioni Fondiaria SAI, e dunque, per effetto della Fusione, la Società si troverebbe a detenere ulteriori azioni proprie ai sensi e per gli effetti dell’art. 2357-*bis*, comma 1, n. 3), cod. civ.

Al fine di evitare un incremento del numero di azioni proprie detenute da Fondiaria SAI per effetto della Fusione, il progetto di Fusione prevede che le azioni detenute dalle incorporande in Fondiaria SAI vengano riassegnate in concambio ai soci delle incorporande in dipendenza della Fusione, senza che esse risultino mai acquisite al patrimonio dell’incorporante. Di conseguenza, l’aumento di capitale di Fondiaria SAI che occorrerà a servizio del concambio sarà al netto delle assegnazioni predette.

Più precisamente, è previsto che Fondiaria SAI emetta al servizio della Fusione:

(a) fino ad un massimo di n. 1.632.878.373 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, e fino ad un massimo di n. 55.430.483 nuove azioni di risparmio di

UGF Premafin

categoria "B", senza indicazione del valore nominale, tutte con godimento regolare, oppure, (b) nel caso in cui l'assemblea speciale di Milano Assicurazioni non dovesse approvare la Fusione, fino ad un massimo di n. 1.392.668.836 nuove azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, tutte con godimento regolare.

La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, cod. civ. dall'iscrizione dell'atto di fusione presso il Registro delle Imprese della sede di Fondiaria SAI, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto di Fusione.

A tale ultimo riguardo, secondo quanto rappresentato dal *management* della Società, la data di efficacia civilistica della Fusione potrà cadere – a valle dell'integrale espletamento delle procedure autorizzative dinanzi all'ISVAP e alle altre Autorità competenti e al completamento della procedura di Fusione – presumibilmente nel secondo semestre del 2013.

2. Rapporto di correlazione tra le società coinvolte nell'Operazione di Integrazione

UGF detiene una partecipazione complessiva in Premafin pari a circa l'80,92% del capitale sociale.

A sua volta, Premafin è titolare di una partecipazione complessiva pari al 37,02% del capitale ordinario di Fondiaria SAI. Più in particolare, Premafin detiene direttamente una partecipazione pari al 32,85% del capitale ordinario della Società e indirettamente, tramite la controllata Finadin, il restante 4,17%.

La stessa UGF detiene inoltre (i) una partecipazione diretta in Fondiaria SAI pari a circa il 4,9% del capitale ordinario di quest'ultima; (ii) il 100% del capitale sociale di Unipol Assicurazioni.

Alla luce di quanto sopra, Premafin deve essere considerata “parte correlata” di Fondiaria SAI ai sensi dell’art. 3.1, lett. a) della Procedura Parti Correlate, dal momento che direttamente e indirettamente, anche attraverso società controllate, esercita il controllo di fatto sulla Società ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 2), cod. civ..

Parimenti, anche Unipol Assicurazioni deve essere considerata “parte correlata” di Fondiaria SAI ai sensi dell’art. 3.1, lett. a) della Procedura Parti Correlate, dal momento che Unipol Assicurazioni e la Società risultano sottoposte al comune controllo di UGF.

Da ultimo, Fondiaria SAI detiene una partecipazione complessiva nel capitale ordinario di Milano Assicurazioni pari a circa il 63,39%, esercitando su quest’ultima il controllo di diritto, ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 1) cod. civ..

Ne consegue che anche Milano Assicurazioni debba essere considerata parte correlata di Fondiaria SAI ai sensi del richiamato art. 3.1, lett. a) della Procedura Parti Correlate in quanto società controllata da Fondiaria SAI.

L’operazione oggetto del presente parere si qualifica come operazione di maggiore rilevanza ai sensi della Procedura Parti Correlate in quanto le sue caratteristiche sono tali da ritenere ampiamente superate le soglie di “rilevanza” di cui all’art. 6 della Procedura Parti Correlate.

3. Sintesi delle attività svolte dal Comitato nella sua Nuova Composizione e illustrazione della documentazione esaminata

Il Comitato nella sua Nuova Composizione è stato nominato in data 5 novembre 2012. Successivamente al proprio insediamento, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha prontamente avviato l’attività istruttoria relativa alla Seconda Fase dell’Operazione di Integrazione, effettuando n. 20 riunioni, nel corso delle quali, con la

unipolfin

costante partecipazione del *management* della Società, si sono svolti incontri con gli *advisor* finanziari, legale ed industriale.

A tale ultimo riguardo, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ritenuto di confermare l'*advisor* finanziario Citigroup Global Markets Limited ("Citi"), già precedentemente incaricato di assistere l'organo nella Prima Fase dell'Operazione di Integrazione. Quanto all'assistenza in relazione agli aspetti legali, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha deciso di avvalersi dell'attività dello Studio Legale Carbonetti e Associati, già incaricato dalla Società nel dicembre 2011 – prima dunque del recente cambio di controllo - per fornire assistenza in relazione all'operazione di ricapitalizzazione di Fondiaria SAI e, successivamente, in relazione alla complessiva Operazione di Integrazione.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione si è quindi soffermato, con l'ausilio dell'*advisor* legale, sulla individuazione delle principali funzioni che lo stesso è chiamato a svolgere ai sensi della Procedura Parti Correlate. In proposito, preso atto che la richiamata Procedura Parti Correlate dispone che l'organo deve essere coinvolto, fin dalla fase delle trattative, attraverso la "*ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo*", il Comitato si è in particolare soffermato sulla corretta individuazione, nel contesto della specifica operazione, dei concetti di "interesse sociale" al suo compimento, oltre che di "convenienza" e "correttezza" sostanziale, sui quali la Procedura Parti Correlate prevede espressamente che il Comitato sia chiamato ed esprimere il proprio parere.

Con particolare riferimento alla nozione di "interesse sociale", il Comitato nella sua Nuova Composizione ha preso atto come tale nozione, pur assai complessa, potesse concretamente individuarsi, ai fini della propria indagine, nell'interesse alla creazione di valore per la generalità degli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo, trattandosi, tra l'altro, della nozione di interesse sociale recepita nel Codice di

Autodisciplina redatto da Borsa Italiana S.p.A. (cfr. commento all'art. 1 del Codice di Autodisciplina).

Ciò posto, quanto allo svolgimento dell'attività istruttoria, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha confermato la procedura già precedentemente adottata nel corso della Prima Fase - che prevedeva la partecipazione diretta dell'*advisor* finanziario Citi alle fasi negoziali dell'Operazione di Integrazione in contraddittorio con il management delle società partecipanti all'Operazione di Integrazione, nell'intesa che poi Citi provvedesse a fornire tempestivamente al Comitato gli opportuni aggiornamenti nel corso delle sue periodiche riunioni appositamente convocate- ritenendo tale procedura idonea ad assicurare, nel corso dell'istruttoria, la *"ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo"*, secondo quanto previsto nella Procedura Parti Correlate. Al riguardo, tenuto conto della sostanziale unicità della struttura manageriale delle società coinvolte nella Fusione, all'esito dell'acquisizione del controllo di Premafin, Fondiaria-SAI e Milano Assicurazioni da parte del gruppo UGF, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ritenuto necessario verificare costantemente l'andamento dell'istruttoria, attraverso riunioni e aggiornamenti pressoché quotidiani nel periodo di tempo precedente il rilascio del presente parere.

Quanto al flusso informativo funzionale alle proprie determinazioni, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha più volte affrontato, nel corso dei propri lavori, il tema dell'adeguatezza e della tempestività delle informazioni tempo per tempo messe a disposizione, rivolgendo alla Società, in più occasioni, specifiche richieste di chiarimento e di integrazione.

A tal proposito, il Comitato nella sua Nuova Composizione osserva che, in alcuni casi, i documenti funzionali all'espressione del presente parere sono stati consegnati, nelle versioni destinate al Consiglio di Amministrazione, solo poco prima della riunione nel corso della quale è stato approvato il presente parere definitivo; tuttavia, il Comitato nella sua Nuova Composizione, già nel corso dei suoi lavori, aveva

PP
Lepelletier

avuto accesso alle bozze dei relativi documenti, secondo lo stato di avanzamento nel quale essi tempo per tempo si trovavano. Per altro verso, l'*advisor* finanziario ha rappresentato di aver ricevuto da parte della Società le informazioni ritenute idonee all'effettuazione delle opportune valutazioni.

Altresì il Comitato nella sua Nuova Composizione osserva che, nel corso dei suoi lavori, alcuni dei documenti esaminati sono stati messi a disposizione dei componenti del Comitato solo a fronte di specifiche richieste, e comunque, con specifico riguardo alle "proiezioni economico finanziarie per il periodo 2013-2015" delle società partecipanti alla Fusione, con modalità di fruizione non del tutto agevoli (si fa riferimento al fatto che dette "proiezioni" sono state consegnate direttamente all'*advisor* finanziario Citi fin dal 30 novembre 2012, ma sono state rese accessibili al Comitato nella sua Nuova Composizione solo a partire dall'11 dicembre 2012 in quanto messe a disposizione presso alcuni uffici della Società appositamente individuati (in Roma, Milano e Bologna), senza possibilità di estrarne copia; successivamente è stato trasmesso direttamente ai componenti dell'organo un sintetico estratto delle proiezioni di Unipol Assicurazioni, in data 15 dicembre 2012.

In ogni caso, (i) tenuto conto della complessità dell'operazione e della relativa istruttoria, e della mole di documentazione circolata fra la Società e gli *advisor* nel corso dell'istruttoria; (ii) ritenuto che un accesso indifferenziato all'ingente mole di informazioni messe a disposizione degli *advisor* non sarebbe stato possibile se non per il tramite degli *advisor* medesimi e che, in ogni caso, laddove specificamente richieste, le informazioni sono state comunque messe a disposizione dei componenti del Comitato nella sua Nuova Composizione; e (iii) pur sottolineando che una maggiore tempestività nella messa a disposizione di alcuni documenti avrebbe agevolato il lavoro del Comitato, il Comitato nella sua Nuova Composizione rappresenta di aver sostanzialmente ricevuto un flusso informativo completo e comunque atto al fine di effettuare, con adeguata ponderazione, le valutazioni di propria competenza, tenuto anche conto del fatto che il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ottenuto

infezione PM

soddisfazione ogni qualvolta ha esercitato la sua facoltà di richiedere informazioni e di formulare osservazioni al management, presente alle riunioni, e agli *advisors* finanziario, industriale e legale.

Tale giudizio e' stato espresso a maggioranza, con i voti favorevoli dei Consiglieri Busani e Tadolini. Per l'illustrazione della diversa posizione del Consigliere Galli, si rinvia al paragrafo finale del presente parere.

3.1 Riesame dei lavori precedenti

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha provveduto, con l'ausilio dei propri *advisor*, ad effettuare l'esame dei lavori svolti dal Comitato nella sua Precedente Composizione, dalla data di sua originaria nomina (29 gennaio 2012) fino alla formulazione dei citati pareri del 17 maggio 2012, dell'11 giugno 2012, del 5 luglio 2012 e dell'11 luglio 2012.

In particolare, come si darà meglio conto nel prosieguo, è stata effettuata dal Comitato nella sua Nuova Composizione un'attenta revisione critica dei precedenti lavori, supportata dall'assistenza degli *advisor*, volta a verificare, anche alla luce delle circostanze sopravvenute e delle ulteriori valutazioni effettuate: (i) la persistenza delle motivazioni che avevano indotto il Comitato nella sua Precedente Composizione ad esprimere il proprio parere favorevole in ordine all'interesse della Società al compimento della Operazione di Integrazione; (ii) la persistente coerenza di tali motivazioni con la decisione di procedere alla Fusione; (iii) la sussistenza delle occorrenti ragioni di "convenienza" e di "correttezza sostanziale".

In tale prospettiva, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha esaminato analiticamente i verbali delle riunioni del Comitato nella sua Precedente Composizione e del Consiglio di Amministrazione aventi ad oggetto i diversi passaggi negoziali dell'Operazione di Integrazione nonché la documentazione predisposta dall'*advisor* Citi nel corso dei mesi a supporto dei lavori del Comitato nella sua Precedente Composizione.

Sono state quindi ripercorse, nel dettaglio, le considerazioni svolte dal Comitato nella sua Precedente Composizione e contenute nei pareri resi ai sensi della Procedura Parti Correlate, con particolare riferimento alle ragioni che hanno motivato la decisione di ritenere accettabile la proposta di UGF del 6 giugno 2012.

In proposito, sono state attentamente riconsiderate le motivazioni che hanno portato il Comitato nella sua Precedente Composizione a valutare positivamente l'operazione con UGF e, principalmente, le seguenti:

- l'Operazione di Integrazione appariva l'unico strumento in grado di garantire l'esecuzione in tempi brevi della necessità di ripatrimonializzazione dettata dalle condizioni di *deficit* relativamente al margine di solvibilità; in particolare è stato notato che il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva altresì ritenuto, in ciò rifacendosi all'opinione del *management* espressa nella relazione formulata al Consiglio di Amministrazione dell'11 giugno 2012, che, ove non si fosse dato corso all'Operazione di Integrazione, vi sarebbe stato un rischio concreto di commissariamento della Società con avvio della procedura di amministrazione straordinaria da parte dell'ISVAP;
- l'operazione presentava, nel contempo, un'indubbia valenza strategico – industriale in virtù delle sinergie potenzialmente raggiungibili;
- Fondiaria SAI si trovava in una posizione di debolezza negoziale determinata dall'assenza di alternative concretamente percorribili, essendo l'offerta alternativa di Sator e Palladio, pur in presenza di profili di indubbio interesse da un punto di vista finanziario, caratterizzata da un grado di incertezza troppo elevato.

Per l'insieme di tali principali ragioni, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva, come detto, espresso a maggioranza, in data 11 giugno 2012, il proprio parere favorevole in relazione alla controproposta di UGF, motivando la propria decisione con la circostanza che la stessa, pur collocandosi al di fuori dell'intervallo di valori indicati dagli *advisor* finanziari, rispondeva all'interesse della Società in

MM
Luigi Ferrero

considerazione del peculiare contesto aziendale, e principalmente della richiesta di urgente ripatrimonializzazione avanzata dall'ISVAP (cfr. parere dell'11 giugno 2012 *sub. doc. 2*).

In altre parole, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva ritenuto che, nel valutare la congruità dei rapporti di cambio, si dovesse tener conto della situazione di emergenza in cui si trovava la Società, a causa della mancanza dei requisiti patrimoniali previsti dall'Autorità di Vigilanza.

Alla luce di ciò, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva rilevato che lo sconto nell'ordine del 10% tra la partecipazione proposta da UGF, pari al 27,45%, e l'estremo inferiore dell'intervallo preliminare all'epoca indicato dall'*advisor* Citi, ancorché non rappresentasse adeguatamente il valore di Fondiaria SAI a ricapitalizzazione avvenuta, potesse comunque essere considerato congruo.

La proposta era stata quindi accettata espressamente sul principale presupposto - da attestare e confermare da parte del *management* - dello stato di necessità e di emergenza in cui, per i motivi descritti e dibattuti, si trovava la Società.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha quindi preso atto che le considerazioni e conclusioni del Comitato nella sua Precedente Composizione sono state poi ribadite anche nel successivo parere, reso a seguito della riunione del 5 luglio 2012, nel corso della quale sono stati esaminati una serie di eventi sopravvenuti connessi all'esecuzione dell'Operazione di Integrazione, e in particolare:

- (i) il citato accordo sottoscritto in data 25 giugno 2012 fra UGF e Premafin con il quale le medesime parti avevano, fra l'altro, concordato di modificare l'accordo di manleva sottoscritto tra UGF e Premafin in data 29 gennaio 2012, di limitare il diritto di recesso da riconoscere agli azionisti Premafin nel contesto della Fusione -- escludendo gli azionisti di riferimento di Premafin - nonché di dare atto che determinate condizioni sospensive previste nell'Accordo si intendevano rinunziate dalle parti;

MM
Luigi

- (ii) la deliberazione del consiglio di amministrazione di Premafin del 2 luglio 2012, che aveva deciso di convocare l'assemblea straordinaria di Premafin a seguito della richiesta pervenuta dal custode giudiziale delle azioni Premafin, intestate direttamente ed indirettamente a "The Heritage Trust" ed a "The Ever Green Security Trust", chiarendo tuttavia che Premafin intendeva dare comunque esecuzione, nel rispetto degli impegni contrattualmente assunti, all'aumento di capitale deliberato dall'assemblea Premafin del 12 giugno 2012 riservato ad UGF, subordinatamente al verificarsi delle condizioni sospensive previste dall'Accordo;
- (iii) la nuova offerta presentata da Sator e Palladio Finanziaria in data 28 giugno 2012, in linea con quella precedentemente formulata l'8 giugno 2012, che risultava essere stata integrata con ulteriori elementi volti ad illustrare la sostenibilità finanziaria e la convenienza economica dell'operazione;
- (iv) l'impegno irrevocabile alla sottoscrizione delle quote di rispettiva competenza dell'aumento di capitale di Fondiaria SAI assunto da Premafin e Finadin in data 3 luglio 2012, a condizione che UGF avesse sottoscritto a sua volta l'aumento di capitale di Premafin alla stessa riservato, in conformità alle previsioni dell'Accordo.

PM

Angelone

Al riguardo, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva osservato come tali elementi confermassero la concretezza raggiunta dall'Operazione di Integrazione che - anche alla luce dell'articolato *iter* autorizzativo e negoziale già condotto - appariva essere l'ipotesi preferibile poiché in grado di garantire le maggiori probabilità di esecuzione in tempi brevi della necessaria ripatrimonializzazione della Società, in ottemperanza al piano di intervento presentato all'ISVAP nel mese di gennaio 2012.

Il Comitato nella sua Precedente Composizione, a maggioranza, aveva quindi ritenuto che le motivazioni addotte a supporto del proprio parere dell'11 giugno 2012,

trovassero comunque conferma anche alla luce delle circostanze sopravvenute rispetto a tale data.

Preso atto inoltre che il Consiglio di Amministrazione aveva ritenuto che la Società versasse effettivamente in una situazione di necessità e di emergenza, il Comitato nella sua Precedente Composizione aveva quindi ribadito le conclusioni precedentemente formulate, rilasciando a maggioranza il proprio parere favorevole al Consiglio di Amministrazione in merito alla prosecuzione delle ulteriori attività volte alla definizione dei termini e condizioni dell'Operazione di Integrazione nel suo complesso, sia per quanto attiene alla Prima Fase, sia per quanto riguarda la successiva Seconda Fase, rappresentata dalla Fusione.

In proposito è importante sottolineare (poiché rappresenta la base di partenza e l'oggetto del lavoro del Comitato nella sua Nuova Composizione) che, all'esito delle negoziazioni intercorse, le parti dell'Operazione di Integrazione avevano già raggiunto un accordo – subordinatamente solo ad alcune specifiche verifiche ed aggiornamenti - in relazione ai rapporti di cambio della Fusione.

Le percentuali di partecipazione al capitale ordinario di Fondiaria SAI *post* Fusione indicate da UGF nella propria proposta del 6 giugno 2012 e oggetto di preliminare condivisione da parte delle altre società coinvolte, non potevano infatti essere tradotte in puntuali rapporti di cambio a causa della mancanza di una indicazione precisa circa il numero di azioni di ciascuna società, numero che sarebbe variato per effetto degli imminenti aumenti di capitale di Premafin e di Fondiaria SAI.

Essendo stata nel frattempo completata la Prima fase, è ora invece possibile – con una semplice operazione matematica – risalire agli esatti rapporti di cambio, partendo dal numero di azioni di ciascuna società e dalle percentuali di partecipazione al capitale di Fondiaria SAI *post* Fusione condivise dalle parti.

Tornando al riesame dei precedenti lavori, va evidenziato che il Comitato nella sua Nuova Composizione si è soffermato, tra l'altro, sulle valutazioni già effettuate

Superfina

dalla Società (nel periodo anteriore all'entrata in carica del Comitato nella sua Nuova Composizione) in relazione all'interesse alla partecipazione di Premafin alla Fusione.

In particolare, secondo quanto già emerso nel corso dei lavori effettuati nella fase di negoziazione, nel valutare l'interesse all'operazione il Consiglio di Amministrazione della Società (nella sua composizione precedente a quella attuale) aveva preso in considerazione l'effetto combinato delle singole componenti dell'operazione medesima; posto, infatti, che l'operazione era stata negoziata da Premafin con UGF e presentata a Fondiaria SAI come unitaria ed inscindibile, la valutazione non aveva potuto che avere ad oggetto la decisione se partecipare o meno all'intera Operazione di Integrazione; sarebbe infatti stato in qualche misura un esercizio teorico valutare separatamente l'effetto delle singole operazioni, poiché UGF aveva convenuto con Premafin che quelle – e solo quelle – fossero le modalità di perfezionamento dell'integrazione.

A tal riguardo, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha preso atto (come anche assunto dalla Consob in data 24 maggio 2012 nella risposta al quesito formulato da UGF, nella quale è stata confermata l'assenza di obblighi di OPA in capo ad UGF per effetto dell'Operazione di Integrazione) che i vari passaggi dell'Operazione di Integrazione risultano funzionali alla realizzazione di uno scopo negoziale unitario, con la conseguente strumentalità dei tre aumenti di capitale (Premafin, Fondiaria SAI e Unipol Assicurazioni) alla realizzazione della Fusione (ivi inclusa, pertanto, la fusione di Premafin in Fondiaria SAI), che costituisce l'imprescindibile obiettivo dell'intesa raggiunta fra le parti.

Per altro verso, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha rilevato che il Consiglio di Amministrazione della Società (nella sua composizione precedente a quella attuale) aveva preso atto che la fusione di Premafin, se esaminata nella prospettiva del nuovo gruppo societario che si sarebbe venuto a originare per effetto degli Aumenti di Capitale, avesse una chiara logica di semplificazione del gruppo societario risultante

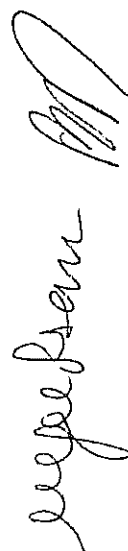
independ

dalla Prima Fase dell'Operazione di Integrazione, dalla quale è invero derivata una catena di controllo molto articolata, in considerazione della presenza – a cascata – di ben quattro società quotate. Vista dunque nella logica del nuovo gruppo, anche sotto questo profilo la Fusione risponderebbe ad una legittima esigenza di semplificazione, efficientamento e riorganizzazione degli assetti proprietari.

Sempre con riferimento alla partecipazione di Premafin alla Fusione, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha inoltre esaminato, con l'ausilio degli *advisor*, il tema legato agli effetti del possibile recesso degli azionisti Premafin per effetto della Fusione, i cui oneri verrebbero sostenuti da Fondiaria SAI post Fusione per effetto dell'incorporazione della controllante.

Sul punto, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha peraltro osservato che la questione, rispetto alla Prima Fase, risulta significativamente ridimensionata alla luce della posizione assunta, in data 25 giugno 2012, da UGF e Premafin che hanno, come detto, reso noto l'intenzione di escludere il diritto di recesso nei confronti dei vecchi azionisti di riferimento di Premafin. L'*advisor* Citi ha inoltre evidenziato di non aver tenuto conto nella determinazione dei rapporti di cambio teorici riguardanti Premafin dell'impatto di un eventuale esercizio diritto di recesso, in quanto ritenuto una conseguenza della Fusione e quindi gravante sull'entità nascente dalla Fusione stessa, e non afferente al profilo della società valutata su base *stand alone*. Peraltro, Citi ha evidenziato che l'impatto economico finanziario dell'esercizio del diritto di recesso non sarebbe determinabile a priori in quanto, in particolare, è impossibile determinare a priori la convenienza economica all'esercizio dello stesso e le intenzioni degli aventi diritto.

3.2 Descrizione delle ulteriori attività effettuate dal Comitato nella sua Nuova Composizione



Nel corso dell'attività istruttoria il Comitato nella sua Nuova Composizione ha effettuato, con il supporto degli *advisor*, una serie di approfondimenti su specifici aspetti legati all'Operazione di Integrazione.

In particolare, specifica attenzione è stata dedicata alle tematiche che il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI dell'11 giugno 2012 aveva espressamente ritenuto di dover ulteriormente approfondire e verificare prima dell'approvazione del progetto di Fusione, ovvero la predisposizione di un piano industriale congiunto che attestasse la ragionevolezza delle sinergie stimate derivanti dalla Fusione, e l'aggiornamento dei valori dei principali *assets* delle società coinvolte nell'Operazione di Integrazione.

Più nel dettaglio, di seguito vengono illustrate le principali attività svolte dal Comitato nella sua Nuova Composizione:

- (i) in primo luogo, per quanto riguarda la verifica in relazione alle sinergie derivanti dall'Operazione di Integrazione, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha avuto l'opportunità di confrontarsi con l'*advisor* industriale internazionale di primario livello incaricato dalle società partecipanti alla Fusione di fornire assistenza nella predisposizione da parte del management delle società interessate del piano industriale congiunto della combined entity. Nel corso dei due incontri avuti con il Comitato, l'*advisor* ha illustrato i criteri e le metodologie utilizzati nella assistenza alla predisposizione da parte del management delle società interessate del piano industriale, fornendo alcune stime indicative delle sinergie attese dalla Fusione, di cui si dirà meglio nel prosieguo. Il Comitato nella sua nuova Composizione ha inoltre potuto esaminare, successivamente nella riunione del 18 dicembre 2012, la bozza aggiornata del piano industriale congiunto predisposta dal management delle società interessate anche con l'assistenza dall'*advisor* che verrà presentato al Consiglio di Amministrazione del 20 dicembre 2012;



- (ii) il Comitato nella sua Nuova Composizione ha esaminato, con il supporto degli *advisor*, il tema del prestito obbligazionario convertendo che, secondo quanto previsto nel piano di ristrutturazione del debito predisposto da Premafin e le proprie banche finanziatrici, dovrà essere emesso da Fondiaria SAI *post* Fusione per complessivi Euro 201,8 milioni e destinato in sottoscrizione alle banche creditrici di Premafin, esclusa GE Capital, quanto a Euro 134,3 milioni e ad UGF, quanto a Euro 67,5 milioni (“**Convertendo**”). In particolare, il *management* della Società ha fornito sul punto un aggiornamento sulla proposta di UGF del 6 giugno 2012 secondo la quale lo strumento Convertendo avrebbe dovuto essere offerto in opzione ai soci di Fondiaria SAI *post* integrazione, al fine di evitarne gli effetti diluitivi (di ciò si darà conto nel prosieguo del parere);
- (iii) il Comitato nella sua Nuova Composizione ha dedicato specifiche sessioni di lavoro ad esaminare primi aggiornamenti delle valutazioni relative ai principali *assets* delle società partecipanti alla Fusione effettuati con l’assistenza di Citi; le risultanze di tali aggiornamenti sono state messe a disposizione in forma pressoché definitiva a partire dal 17 dicembre 2012. Il relativo esame è stato effettuato, nella riunione del 17 dicembre 2012, anche con la partecipazione del prof. Mario Cattaneo, incaricato dalla Società di fornire assistenza in relazione all’esame delle metodologie valutative utilizzate e delle risultanze dell’attività valutativa. Sul punto, si fa rinvio a quanto illustrato nel successivo paragrafo 4;
- (iv) il Comitato nella sua Nuova Composizione ha inoltre esaminato il contenuto della relazione finale predisposta da Citi con riferimento alle condizioni della Fusione (cfr. **doc. 5**);
- (v) il Comitato nella sua Nuova Composizione ha esaminato il contenuto della bozza di progetto di fusione e della bozza di relazione degli amministratori che verranno sottoposte all’approvazione del Consiglio di Amministrazione del 20 dicembre 2012. In proposito, il *management* della Società ha illustrato le caratteristiche del

Superforn

progetto stesso e, in particolare, il trattamento riservato alle diverse categorie di azionisti, rispondendo alle richieste di chiarimento in tal senso formulate dal Comitato nella sua Nuova Composizione;

- (vi) il Comitato nella sua Nuova Composizione ha inoltre esaminato il tema legato all'opzione *put* e *call* sulle azioni Unipol Banca detenute da Unipol Assicurazioni che, per effetto della Fusione, verrebbero ad essere detenute da Fondiaria SAI, oggetto della proposta formulata da UGF in data 6 giugno 2012, di cui si dirà meglio nel successivo paragrafo 4.

4. Valutazioni sulla congruità dell'Operazione di Integrazione e sulla sussistenza dell'interesse della Società al suo compimento

4.1 Motivazioni di carattere industriale

Al Comitato nella sua Nuova Composizione sono state rappresentate le risultanze delle analisi effettuate da un *advisor* industriale di primario *standing*, nominato congiuntamente dalle società coinvolte nella Fusione. Sulla base di quanto indicato nel mandato conferito a tale *advisor*, risulta che lo stesso è stato incaricato di verificare, insieme al *management* di tutte le società coinvolte, che venisse rispettata l'omogeneità e l'armonizzazione degli scenari di mercato prospettici, delle ipotesi e delle assunzioni alla base del piano 2013-2015 dell'entità combinata.

L'*advisor* ha inoltre ricevuto l'incarico di verificare, con una prospettiva indipendente, il processo di definizione, la quantificazione stimata, la condivisione e la ragionevolezza complessiva delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione e dalle linee guida industriali alla base del piano congiunto, con esclusione di valutazioni di natura patrimoniale, finanziaria, regolamentare legale e fiscale.

UGF

Anche alla luce del contenuto della bozza di piano industriale congiunto e dalle risultanze delle analisi svolte dall'*advisor* industriale, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha preso atto del fatto che risultano confermate le considerazioni espresse dal Comitato nella sua Precedente Composizione e dalla Società in termini di interesse dell'Operazione di Integrazione sotto il profilo industriale.

In particolare il Comitato nella sua Nuova Composizione ha rilevato che, dall'analisi svolta anche con assistenza dell'*advisor* industriale (preso comunque atto che – come normale in questo tipo di attività - le elaborazioni e analisi effettuate si fondano, in ogni caso, su previsioni che riflettono lo stato attuale, ma che potrebbero subire scostamenti -anche rilevanti- tenuto conto di quanto effettivamente si realizzerà a causa di eventi, rischi, fattori di mercato non noti o non prevedibili allo stato attuale), si evidenzia la presenza di potenziali significative sinergie derivanti dalla Fusione, con la conseguente possibile creazione di valore per la generalità degli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo.

Sotto questo aspetto il Comitato nella sua Nuova Composizione ha rilevato che la componente principale delle sinergie attese riguarda i costi operativi, e che la prima quantificazione stimata di tali sinergie di costo rientra nella media del campione di operazioni di M&A nel settore assicurativo nell'orizzonte temporale 2002-2010.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha inoltre rilevato che tali sinergie potenziali rimarrebbero significative anche nell'ipotesi dell'eventuale mancata partecipazione di Milano Assicurazioni alla Fusione.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha preso atto che, secondo quanto indicato nella lettera del 13 giugno 2012 con cui Fondiaria SAI aveva comunicato la propria disponibilità a procedere con le ulteriori attività relative all'Operazione di Integrazione, la Società aveva previsto che, entro la data di approvazione del progetto di Fusione, un *advisor* industriale di nomina congiunta rilasciasse una specifica attestazione circa la ragionevolezza delle sinergie attese dalla Fusione e la

infedeltà

quantificazione della patrimonializzazione prospettica. In proposito, alla luce dell'incarico effettivamente conferito all'*advisor* industriale e dell'attività da questo svolta, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ritenuto tuttavia che risultino nella sostanza verificate – pur in assenza di una specifica attestazione formale - le condizioni che avevano indotto il Comitato nella sua Precedente Composizione ad esprimersi favorevolmente in relazione all'Operazione di Integrazione.

4.2 Aggiornamento sulle valutazioni e ulteriori approfondimenti sui rapporti di cambio

Il Comitato nella sua Nuova Composizione – anche tenuto conto delle esigenze di approfondimento manifestate dal Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI dell'11 giugno 2012 – ha posto particolare attenzione all'aggiornamento delle valutazioni dei principali *assets* delle società coinvolte nella Fusione effettuato con l'assistenza degli *advisor* finanziari della Società, anche alla luce dei fatti intervenuti successivamente allo scambio di corrispondenza fra le parti dell'Operazione di Integrazione con il quale erano stati condivisi i valori essenziali della Fusione.

A tal riguardo, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha tra l'altro formulato specifiche richieste di chiarimento in relazione alle poste che hanno subito, a seguito dell'aggiornamento dei valori, una modificazione rispetto alla situazione precedentemente esaminata, volte a comprendere gli eventuali effetti di tali aggiornamenti sui valori di concambio individuati dalle parti nel corso del mese di giugno 2012.

La Società in proposito ha rappresentato che le informazioni richieste sono state messe a disposizione dell'*advisor* Citi.

Come detto, Citi ha illustrato nel corso dei lavori del Comitato le risultanze dell'attività di aggiornamento svolta. In particolare una presentazione in forma compiuta è stata effettuata nel corso della riunione del 17 dicembre 2012.

All'esito delle valutazioni e approfondimenti effettuati dalle parti coinvolte nell'Operazione di Integrazione, i rapporti di cambio individuati per la Fusione sono rimasti invariati rispetto alle precedenti intese raggiunte nel mese di giugno 2012 e sono ora, dunque riflessi nel progetto di Fusione esaminato in bozza dal Comitato nella sua Nuova Composizione, pur essendo, secondo quanto illustrato, intervenute variazioni, anche significative, di alcuni valori utilizzati ai fini della determinazione, nell'ambito della valutazioni di concambio, dei valori economici delle società partecipanti alla Fusione.

Secondo quanto rappresentato al Comitato nella sua Nuova Composizione – anche tramite l'*advisor* finanziario - tale decisione è stata più in particolare assunta sulla base, tra le altre, delle seguenti valutazioni e considerazioni:

- mutamento delle condizioni di riferimento dei mercati finanziari considerate alla base delle valutazioni;
- *performance* reddituale e patrimoniale relativa delle società nei primi nove mesi del 2012;
- risultati del processo di omogeneizzazione e aggiornamento delle ipotesi alla base delle proiezioni finanziarie 2013-2015 effettuato dal *management* delle società con il supporto dell'*advisor* industriale. Tale processo ha comportato anche una revisione della adeguatezza delle riserve tecniche danni ed un aggiornamento e revisione delle necessarie poste contabili;

- applicazione di una metodologia di calcolo del valore del portafoglio assicurativo vita in essere ("VIF") applicata sulla base di ipotesi omogenee per tutte le società;
- rappresentazione da parte del *management* dell'esistenza di un'opzione put a valore di carico sulla partecipazione detenuta da Unipol Assicurazioni nella società Vivium SA;
- pagamento da parte di Unipol Assicurazioni a UGF di un dividendo di Euro 150 milioni prima della dell'esecuzione della Fusione.

L'attività istruttoria e di acquisizione delle informazioni da parte di Citi è stata condotta sulla base di invio in forma elettronica e cartacea della documentazione rilevante da parte della Società, richieste di informazioni rivolte sia tramite posta elettronica che verbalmente, incontri, presentazioni e *conference call* con il *management* e i rispettivi *advisor* legali, industriali e finanziari.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha chiesto chiarimenti alla Società, tra l'altro, con riferimento alla menzionata prevista distribuzione di un dividendo da parte di Unipol Assicurazioni ad UGF. I relativi chiarimenti sono stati forniti all'*advisor* finanziario e da questo illustrati in forma conclusiva con la propria presentazione al Comitato in data 17 dicembre 2012; una prima indicazione delle principali poste interessate dagli aggiornamenti è stata fornita da Citi in data 8 dicembre 2012. La questione è stata affrontata anche nella riunione del 18 dicembre 2012, con la partecipazione dell'Amministratore Delegato della Società, che ha confermato che tale dividendo riflette le differenze intervenute tra i patrimoni netti delle società partecipanti alla Fusione successivamente alla data di riferimento delle valutazioni effettuate nell'estate del 2012 e mira quindi, sotto il profilo patrimoniale, a ripristinare le condizioni di partenza.

Nella medesima riunione, il *management* della Società ha inoltre confermato che la Fusione, pur considerando la prevista distribuzione del dividendo di Euro 150 milioni

superben

da parte di Unipol Assicurazioni, comporta un incremento del margine di solvibilità prospettico di Fondiaria SAI *post* Fusione, come attualmente stimabile al 31 dicembre 2012; si è altresì preso atto che le stime correnti evidenziano che un incremento si confermerebbe anche in caso di esercizio del diritto di recesso degli azionisti di Premafin e degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni, sebbene i relativi impatti non siano ad oggi, come già detto, determinabili.

4.3 Relazione predisposta da Citi sulle condizioni della Fusione

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha esaminato e discusso la relazione predisposta da Citi sulle condizioni della Fusione.

Con tale relazione Citi ha condiviso con i membri del Comitato nella sua Nuova Composizione i risultati delle proprie analisi finanziarie circa gli effetti delle operazioni societarie previste dall'Operazione di Integrazione, come sopra descritte.

In particolare, la relazione di Citi è stata richiesta con riferimento alla congruità dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Fondiaria SAI, diversi da Premafin, del corrispettivo della Fusione che verrà ricevuto da Fondiaria SAI nella sua qualità di società incorporante, per come questa è stata prevista nel progetto di Fusione (il "**Corrispettivo di Fusione**").

Nel compiere le proprie valutazioni, Citi ha adottato le seguenti metodologie:

- *Embedded Value*
- Metodo dei Flussi di Dividendo Attualizzati
- Metodo dei multipli di mercato di società comparabili
- Metodo dell'analisi di regressione

Reflected M

Sulla base delle attività, metodologie e limitazioni descritte nella relazione e sulla base della propria libera determinazione, Citi ha ritenuto che gli ipotetici rapporti di cambio siano quelli illustrati di seguito:

Tabella 1 – Range selezionati relativamente al rapporto di concambio come risultanti dalle analisi finanziarie di Citi

Range Selezionato	Rapporto di concambio teorico			
	Unipol ASSICURAZIONI	MILANO ASSICURAZIONI Ordinaria	PREMAFIN ASSICURAZIONI	MILANO ASSICURAZIONI Risparmio
	1.249-1.568x	0.274-0.349x	0.026-0.078x	0.443-0.565x

Inoltre, sulla base e nei limiti di quanto descritto nella relazione, Citi è pervenuta alla conclusione che il Corrispettivo di Fusione, sia nel caso di fusione tra Fondiaria SAI e Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni che in caso di fusione tra Fondiaria SAI e Premafin e Unipol Assicurazioni sia congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Fondiaria SAI diversi da Premafin.

4.4 Convertendo Premafin

Il Comitato nella sua Nuova Composizione è stato informato dal *management* della Società che lo statuto di Fondiaria SAI *post* Fusione allegato al progetto di Fusione rifletterà l'esistenza di una delega ex artt. 2420-ter e 2443 e cod. civ. che verrà attribuita al consiglio di amministrazione della Società per deliberare l'emissione del Convertendo ed il corrispondente aumento di capitale a servizio, e che pertanto, prima dell'efficacia civilistica della Fusione, l'assemblea straordinaria di Fondiaria SAI, chiamata ad approvare il progetto di Fusione, sarà altresì chiamata ad approvare la predetta delega ex artt. 2420-ter e 2443 e cod. civ..

Quanto alle caratteristiche del Convertendo – le cui obbligazioni frutteranno un interesse annuo lordo calcolato in modo tale che il valore teorico delle obbligazioni alla data di emissione, definito sulla base dei parametri di mercato, sia almeno pari al valore

nominale unitario delle stesse – il prezzo di conversione verrà calcolato come media aritmetica dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni ordinarie di Fondiaria SAI *post* Fusione nel periodo di rilevazione pari a tre mesi di calendario a decorrere dall'11° giorno di negoziazione successivo alla data di efficacia civilistica della Fusione, incrementata di un premio del 10%. Tra il 2° e il 3° 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 5° giorno di borsa aperta antecedente la data di scadenza (prevista per il 31 dicembre 2015). Inoltre, è previsto che: (i) si proceda alla conversione automatica del prestito prima della scadenza in caso di riduzione, per qualsiasi motivo, del margine di solvibilità disponibile di Fondiaria SAI *post* Fusione al di sotto del margine di solvibilità richiesto per almeno sei mesi; (ii) il debitore possa estinguere il debito mediante rimborso del finanziamento, e (iii) in alternativa al predetto rimborso, la conversione del debito in azioni dell'Incorporante *post* Fusione avvenga automaticamente il 31 dicembre 2015.

Secondo quanto rappresentato dal *management*, a seguito della conversione in azioni del Convertendo, si determinerà un effetto diluitivo sul capitale di Fondiaria SAI *post* Fusione. Tale effetto non può tuttavia essere stimato al momento in termini quantitativi in quanto esso è funzione del prezzo di conversione, ad oggi non noto.

Il Comitato nella sua Nuova Composizione ha preso atto che, come risulta dalla bozza di relazione degli amministratori sulla Fusione - ed in coerenza con lo scambio di corrispondenza intercorso fra le parti sui valori essenziali della Fusione dello scorso giugno 2012 – le parti hanno condiviso di avviare apposite negoziazioni con le banche finanziatrici di Premafin al fine di far sì che lo strumento Convertendo venga offerto previamente in opzione agli azionisti di Fondiaria SAI *post* Fusione.

In proposito, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ricevuto dal *management* conferma del fatto che – subordinatamente all'esito positivo delle

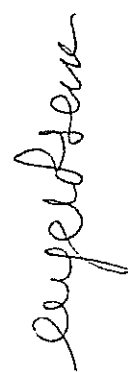



negoziazioni fra UGF e Premafin, da un lato, e le banche finanziatrici di Premafin, dall'altro lato – si intende destinare previamente il Convertendo in opzione ai soci di Fondiaria SAI *post* Fusione, al fine di evitare gli effetti diluitivi, con garanzia di sottoscrizione dell'eventuale inoptato da parte delle stesse banche finanziatrici e di UGF, nelle proporzioni in cui parteciperebbero al predetto prestito obbligazionario Convertendo.

Alla luce di quanto precede, il Comitato nella sua Nuova Composizione formula al Consiglio di Amministrazione della Società espresso invito a sollecitare la prosecuzione delle attività negoziali con le banche finanziatrici, anche in considerazione della rilevanza che era stata attribuita al tema del Convertendo nel corso delle negoziazioni della complessiva Operazione di Integrazione, in modo da poter giungere alla definizione della questione quanto prima, e comunque in tempo utile per assicurare all'assemblea degli azionisti chiamati a deliberare in relazione alla Fusione un quadro informativo il più ampio e completo possibile.

4.5 Opzioni put e call su azioni Unipol Banca

Nell'ambito dello scambio di corrispondenza dello scorso giugno 2012 che ha definito gli elementi essenziali della Fusione è stata altresì pattuita la concessione da parte di UGF a Fondiaria SAI di 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.

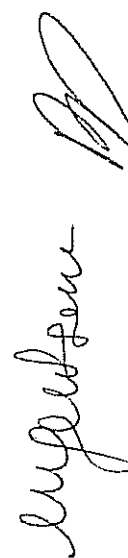



A tal riguardo, il Comitato nella sua Nuova Composizione ha ricevuto dal *management* la conferma che tali opzioni verranno formalizzate fra le parti nel prosieguo. Anche a questo riguardo il Comitato nella sua Nuova Composizione formula al Consiglio di Amministrazione della Società espresso invito a sollecitare la formalizzazione dell'accordo con UGF, anche in considerazione della rilevanza che era stata attribuita al tema nel corso delle negoziazioni della determinazione dei valori economici ai fini di Fusione, in modo da poter giungere alla formalizzazione dei relativi accordi quanto prima, e comunque in tempo utile per informarne l'assemblea degli azionisti chiamati a deliberare in relazione alla Fusione.

5. Conclusioni

Alla luce di tutto quanto precede il Comitato nella sua Nuova Composizione:

- esaminato il contenuto dei lavori svolti dal Comitato nella sua Precedente Composizione e fatte proprie le argomentazioni contenute nei favorevoli pareri resi nel corso della Prima Fase dell'Operazione di Integrazione;
- preso atto che, in tale Prima Fase, erano già state definite le condizioni essenziali dell'Operazione di Integrazione, all'esito di un articolato e complesso negoziato, ampiamente documentato nei lavori del Comitato stesso, con reciproche concessioni delle parti rispetto alle loro iniziali posizioni;
- preso atto che l'Operazione di Integrazione ha rappresentato lo strumento per assicurare la necessaria e urgente ripatrimonializzazione della Società in conformità alle richieste avanzate dall'Autorità di Vigilanza;
- preso atto in proposito che, in esecuzione dell'Operazione di Integrazione è stato, fra l'altro, integralmente sottoscritto l'Aumento di Capitale Fondiaria SAI, nonostante la presenza di una forte quota di inoptato (con un conseguente



significativo impegno del consorzio bancario di garanzia all'uopo istituito); ciò a conferma delle obiettive difficoltà connesse alla raccolta di nuovi capitali sul mercato, nello specifico contesto aziendale ed economico;

- preso altresì atto che la Fusione offre la prospettiva di creazione di sinergie suscettibili di produrre valore per tutti gli azionisti di Fondiaria SAI in un orizzonte di medio-lungo periodo, come confermato dal piano industriale congiunto e dall'analisi svolta dall'*advisor* industriale congiunto;
- preso atto che la Fusione comporta un incremento del margine di solvibilità prospettico di Fondiaria SAI *post* Fusione, come attualmente stimabile al 31 dicembre 2012;
- esaminate le risultanze delle verifiche e degli aggiornamenti in relazione alle principali questioni che restavano da definire sulla base delle intese raggiunte dalle parti coinvolte nell'Operazione di Integrazione nel corso del mese di giugno 2012;
- esaminato il contenuto del progetto di fusione e le valutazioni e motivazioni indicate nella bozza di relazione degli amministratori;
- esaminati nel loro complesso i termini e le condizioni della Fusione e della più ampia Operazione di Integrazione nella quale essa si colloca;
- analizzate in proposito le valutazioni effettuate dal proprio *advisor* finanziario Citi;
- dato atto di aver ricevuto nel contesto complessivo dell'operazione, un flusso informativo idoneo per svolgere, con adeguata ponderazione, le valutazioni di propria competenza e di aver ricevuto soddisfacente riscontro dal *management* e dagli *advisor* in relazione alle informazioni richieste alle osservazioni loro rivolte;

[Handwritten signature]
[Handwritten signature]

- ritenendo confermata – alla luce dell’unitarietà ed inscindibilità dell’Operazione di Integrazione - la permanenza delle ragioni che avevano già in passato, nei mesi di giugno e luglio del 2012, indotto il Comitato nella sua Precedente Composizione a valutare positivamente l’interesse e la convenienza dell’Operazione di Integrazione, sia sotto il profilo delle esigenze di urgente patrimonializzazione, sia sotto il profilo delle prospettive industriali derivanti dal completamento dell’Operazione di Integrazione medesima;
- preso atto, quanto alla determinazione dei concambi, delle *fairness opinion*, rispettivamente rilasciata e anticipata da Citi e Goldman Sachs;

esprime a maggioranza, con l’astensione del Consigliere Giampaolo Galli, parere favorevole circa la sussistenza dell’interesse della Società all’esecuzione della Fusione, sulla base dei termini indicati dal *management* nel progetto di Fusione e della bozza di relazione degli amministratori al progetto di Fusione predisposta per l’approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione del 20 dicembre 2012, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti.

Il Consigliere Giampaolo Galli ha così motivato la propria astensione:

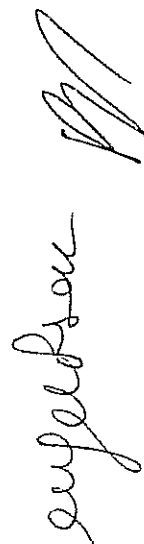
“Ritengo di non essere in grado di esprimere un’opinione sufficientemente informata sull’operazione in quanto, pur avendo il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (COPC) lavorato con straordinaria intensità nel tempo a disposizione, non sono stato messo nelle condizioni di poter decidere con piena consapevolezza.

Ritengo quindi opportuno che la decisione venga rinviata in modo da dare al COPC il tempo necessario per valutare in modo più adeguato l’operazione. Ritengo altresì necessario che da oggi in poi la società risponda assai più tempestivamente alle richieste di informazione che provengono dal Comitato.



Più specificamente, la società ha ritenuto di poter soddisfare gli obblighi informativi previsti dal Regolamento Consob 17221/2010 fornendo la necessaria documentazione all'advisor finanziario del Comitato, il quale tuttavia, per ovvi motivi, non l'ha potuta a sua volta mettere pienamente a disposizione del Comitato. Peraltro l'advisor ha potuto fornire in corso d'opera informazioni solo molto parziali e valutazioni preliminari sia per più che comprensibili motivi legati alle sue procedure interne, sia perché le informazioni da esso ricevute hanno subito continue variazioni. La valutazione finale dell'advisor è stata resa nota solo nella serata di lunedì 17 dicembre. Prima di quella data, gran parte delle variazioni rispetto alle valutazioni del giugno scorso era stata bensì oggetto di domande e interrogativi puntualmente formulati dai componenti del Comitato alla società e all'advisor, ma non di una vera e propria istruttoria dal momento che rilevanti informazioni di supporto erano mancanti. In definitiva, il Comitato, pur avendo svolto un lavoro molto intenso e avendo posto tutti gli interrogativi pertinenti, ha dovuto prendere atto delle valutazioni dell'advisor secondo modalità e tempi che, per quanto mi riguarda, non hanno consentito un'adeguata valutazione.

Alla luce della complessità dell'operazione nonché del fatto che la normativa non richiede, né potrebbe richiedere, che ogni membro del COPC possieda tutte le competenze di natura finanziaria, legale, fiscale e industriale, che sono necessarie per la valutazione delle operazioni con parti correlate, ritengo pienamente comprensibile che sulle materie non di propria competenza gli stessi componenti del Comitato si assumano delle responsabilità basandosi sul rapporto fiduciario che instaurano con esperti esterni. Io stesso nelle questioni giuridiche ho fatto pieno affidamento sull'assistenza di uno studio legale esterno a ciò incaricato dal Comitato. Non ho dunque alcun appunto da muovere nei confronti degli altri membri del Comitato, che anzi mi hanno molto supportato nel corso dei lavori. Il punto è che l'advisor è un fiduciario del Comitato il quale in linea teorica potrebbe anche decidere di farne a meno o di cambiarlo in corso d'opera; se i componenti del comitato o alcuni di essi



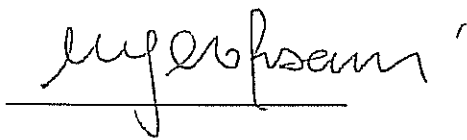
vogliono avere accesso diretto alla documentazione rilevante per l'operazione, di qualunque natura essa sia, tale richiesta deve essere soddisfatta.

Questa posizione e i fatti che la sostanziano sono stati da me esposti nel corso dei lavori del Comitato."

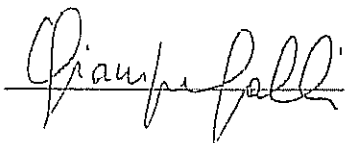
* * * *

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si
porgono distinti saluti.

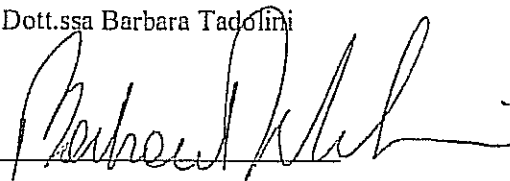
Dott. Angelo Busani



Dott. Giampaolo Galli



Dott.ssa Barbara Tadolini



Elenco Allegati:

Doc. 1: parere del 17 maggio 2012;

Doc. 2: parere dell'11 giugno 2012;

Doc. 3: parere del 5 luglio 2012;

Doc. 4: parere dell'11 luglio 2012;

Doc. 5: relazione di Citi Group.

supplementum

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Fondiaria SAI S.p.A.

Oggetto: parere del comitato per le operazioni con parti correlate ai sensi dei Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni significative e procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria SAI S.p.A.

Egregi Signori,

facciamo seguito alle comunicazioni dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale di Fondiaria SAI S.p.A. ("**Fondiaria SAI**" o "**Società**") ricevute in data odierna dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "**Comitato**") e agli incontri che si sono succeduti relativamente alla prospetta operazione di integrazione con il gruppo Unipol ("**Operazione di Integrazione**"), la quale in particolare prevedrebbe: (i) l'acquisizione del controllo di Premafin da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**UGF**") mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale di Premafin ad essa riservato; (ii) la successiva fusione per incorporazione in Fondiaria SAI, di Premafin Finanziaria S.p.A. ("**Premafin**"), Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**") e Unipol Assicurazioni S.p.A ("**Fusione**").

In proposito, si ricorda che il Consiglio di Amministrazione della Società del 29 gennaio 2012, prendendo atto dell'intervenuta sottoscrizione in pari data da parte di UGF e Premafin dell'accordo relativo alla prospettata Operazione di Integrazione, aveva deliberato di avviare le opportune attività istruttorie in relazione a tale

operazione, finalizzate alla formulazione delle successive proposte da presentare agli organi deliberanti.

In tale contesto - in virtù della natura di parte correlata rispetto a Fondiaria SAI di Milano Assicurazioni e Premafin e – potenzialmente (per le ragioni meglio spiegate nel prosieguo) – di UGF e Unipol Assicurazioni, il medesimo Consiglio, al fine di avviare l'*iter* di approvazione previsto dai “Principi di Comportamento per l’effettuazione di operazioni significative e procedure per l’effettuazione di operazioni con parti correlate” approvati dal Consiglio di Amministrazione del 23 dicembre 2011 (il “**Regolamento**”), ha altresì proceduto a nominare il Comitato prevedendo che lo stesso avrebbe dovuto essere coinvolto fin dalla fase delle trattative finalizzate a stabilire i termini giuridici ed economici della prospettata Operazione di Integrazione.

La composizione del Comitato è venuta successivamente a modificarsi a seguito del rinnovo degli organi sociali di Fondiaria SAI, deliberato dall’assemblea del 24 aprile 2012. Si segnala inoltre che il Comitato, a seguito delle rinunce da parte della Dott.ssa Marocco e del Dott. Mei, risulta attualmente costituito da soli tre componenti, l’avv. Cappelli, il Dott. Militello e il Dott. Bragantini.

Il Comitato ha richiesto di poter nominare ai sensi del Regolamento un proprio *advisor* finanziario indipendente che potesse assisterlo nella propria attività. Il Consiglio di Amministrazione ha pertanto provveduto a incaricare fin dal 9 febbraio 2012, con *Engagement Letter* sottoscritta in data 13 aprile 2012, Citi quale *advisor* del Comitato per lo svolgimento delle attività relative alla procedura per le operazioni con parti correlate di cui al Regolamento.

Sono state quindi avviate dalla Società, con l’ausilio degli *advisor* incaricati, le attività istruttorie e in particolare, le attività di *due diligence* legale, finanziaria, fiscale, contabile e attuariale su Unipol Assicurazioni, Fondiaria SAI, Milano Assicurazioni e Premafin, nonché le ulteriori attività volte a verificare i presupposti dell’operazione dal punto di vista delle motivazioni di carattere industriale.

Il Comitato è stato attivamente coinvolto nella fase istruttoria e negoziale relativa alla prospettata Operazione di Integrazione, ricevendo in proposito un adeguato flusso informativo e venendo costantemente aggiornato dal *management* in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere dalle strutture della Società.

All'esito dell'istruttoria, in data 16 aprile 2012, UGF ha comunicato alla Società di ritenere che, al fine di rispecchiare i valori economici delle società coinvolte nell'Operazione di Integrazione così come emergenti dalle valutazioni da essa effettuate, la partecipazione attesa di UGF nel capitale sociale ordinario di Fondiaria SAI quale società incorporante nella prospettata Fusione dovesse essere pari al 66,7%.

Ricevuta tale comunicazione, il Comitato – e a seguire il Consiglio di Amministrazione - si sono tempestivamente riuniti in data 19 aprile 2012 per esaminare la proposta.

Nel corso di tale riunione il Consiglio ha, in primo luogo, valutato positivamente la sussistenza dei presupposti di percorribilità dell'integrazione con il Gruppo Unipol sotto il profilo delle motivazioni di carattere industriale ed in termini di *solvency margin pro-forma*, anche prospettico, della società risultante dalla prospettata fusione.

Con riguardo invece alle valutazioni funzionali all'individuazione dei rapporti di concambio della prospettata fusione, esaminata la proposta del Gruppo Unipol alla luce degli approfondimenti effettuati dai propri *advisor*, il Consiglio ha preso atto che la stessa si collocava ampiamente al di fuori dei *range* preliminari indicati dagli *advisor* medesimi.

Per altro verso il Comitato, nel corso della medesima riunione consiliare, tenuto conto di quanto rappresentato dagli *advisor* finanziari, ha ritenuto doveroso rappresentare che, sulla base dei dati disponibili e all'esito delle proprie valutazioni preliminari, non sarebbe stato in grado di anticipare il rilascio di un parere favorevole sulla correttezza delle condizioni economiche dell'Operazione di Integrazione.

In considerazione tuttavia della valenza industriale dell'operazione di integrazione con il Gruppo Unipol, della creazione di valore che dalla stessa deriverebbe, della situazione di grave difficoltà in cui versa Fondiaria SAI e delle incertezze gravissime che seguirebbero ad un eventuale abbandono dell'Operazione di Integrazione, il Comitato ha ritenuto senz'altro opportuno che fossero proseguiti gli approfondimenti della stessa, ferma restando la necessità che, in funzione del parere da rendere ai sensi della procedura prevista nel Regolamento, gli amministratori esecutivi esplorassero con il Gruppo Unipol e con le banche finanziatrici tutte le misure necessarie al fine di migliorare le condizioni economiche per i soci di Fondiaria SAI.

Il Consiglio ha quindi conferito mandato all'Amministratore Delegato e al Direttore Generale di definire i suddetti aspetti attraverso un confronto con il Gruppo Unipol e con le altre società partecipanti alla prospettata fusione.

A seguito dell'ulteriore confronto negoziale avuto con il Gruppo Unipol, è emerso che UGF, ancorché informalmente, avesse gradualmente rivisto la propria posizione, arrivando ad individuare la possibile quota di partecipazione di UGF al capitale ordinario della *combined entity* nella misura del 61,75%.

La situazione così venutasi a determinare è stata rappresentata al Comitato che si è riunito al fine di valutare tale proposta in data 14 maggio 2012 e nella mattinata del 15 maggio 2012, prima dell'inizio dei lavori del Consiglio di Amministrazione.

Nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 15 maggio 2012, l'*advisor* finanziario del Comitato Citi ha comunicato che, sulla base delle stime effettuate, sarebbe stata attribuibile ad UGF una quota massima del 61% del capitale votante della società risultante dalla fusione, precisando che tale ipotesi si basava sui seguenti assunti: (i) che Fondiaria SAI sia in grado di dare integrale esecuzione al proprio aumento di capitale per ritornare a un livello di patrimonializzazione congruo; (ii) la sussistenza del presupposto della continuità aziendale, la quale implica la

possibilità per Fondiaria SAI di continuare a generare la redditività prevista nel piano industriale.

Sempre nel corso della riunione consiliare, il Comitato ha inteso indicare dei “paletti” entro i quali lo stesso sarebbe stato in grado di esprimere il proprio vincolante parere favorevole all’Operazione di Integrazione, precisando che tali indicazioni non costituivano una proposta da formulare all’esterno ma solo elementi considerati accettabili di una proposta che il Consiglio sarebbe stato tenuto a valutare in completa autonomia.

La proposta, valutata a maggioranza del Comitato, con il voto contrario del dott. Bragantini, e con il parere favorevole del Collegio Sindacale, era di stabilire le seguenti quote di partecipazione al capitale votante della società risultante dalla fusione:

- UGF: 60%;
- Altri azionisti FONDIARIA-SAI: 28,75%;
- Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI: 10,4%;
- Altri azionisti PREMAFIN: 0,85%.

Il Comitato ha ritenuto che questa proposta fosse un punto di equilibrio tra le diverse esigenze che sono state manifestate che tenesse conto di alcuni fattori fondamentali, come la posizione di Fondiaria SAI che è il soggetto che avrebbe maggiormente necessità di questa operazione, stante l’esigenza di procedere ad una tempestiva ricapitalizzazione.

Il Consiglio, anche in considerazione della posizione assunta dal Comitato, ha deliberato quindi di aggiornare i propri lavori, dando mandato all’Amministratore Delegato e al Direttore Generale di verificare l’esistenza di una nuova proposta che fosse preventivamente verificata, per quanto possibile, con tutte le parti coinvolte e preventivamente sottoposta a tutti i coinvolti comitati di amministratori indipendenti.

Il *management* della Società, giudicando non più prorogabile l'assunzione di una posizione formale sui valori economici ai fini di concambio, ha quindi ritenuto opportuno formulare una proposta da sottoporre alla controllante e alla controllata per la successiva verifica con il Gruppo Unipol.

L'assunzione di tale iniziativa da parte di Fondiaria SAI si giustifica, per un verso, nel fatto che Fondiaria SAI sarebbe incorporante nella prospettata fusione e, per altro verso, dalla circostanza che la Società ha un preciso interesse al rispetto di una tempistica quanto più breve possibile nella definizione dell'integrazione essendo essa funzionale, a sua volta, alla celere ripatrimonializzazione in esecuzione del piano di risanamento presentato all'ISVAP.

Il *management* ha quindi sottoposto tale ipotesi negoziale, il cui contenuto verrà più dettagliatamente descritto nel prosieguo, all'attenzione del Comitato affinché questo potesse esprimere un proprio parere preliminare in merito.

Si dà atto che il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI si riunirà in data odierna per approvare il contenuto della proposta da sottoporre alla propria controllata Milano Assicurazioni e alla controllante Premafin e, ove ottenuta la condivisione da parte di queste ultime, da inviare al Gruppo Unipol.

In proposito, va precisato che il parere definitivo previsto dalla procedura per le operazioni con parti correlate di maggior rilevanza contenuta nel Regolamento dovrà essere rilasciato dal Comitato prima che il Consiglio sia chiamato ad assumere una decisione definitiva in merito ai concambi individuali tra Fondiaria SAI e le società partecipanti alla Fusione, da sottoporre successivamente all'assemblea per l'approvazione. Secondo l'art. 11 comma 2 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, infatti, in caso di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza di competenza assembleare, o che necessitano dell'autorizzazione assembleare, la procedura adottata dalle società (ivi incluso il rilascio del parere del Comitato) deve

essere adottata “*per la fase delle trattative, la fase istruttoria e la fase di approvazione della proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea*”.

In ogni caso, tenuto conto dell'estrema rilevanza e delicatezza dell'operazione in oggetto, e a scopo maggiormente cautelativo, si è ritenuto opportuno acquisire anche in questa fase preliminare la formale posizione del Comitato in relazione all'esistenza dei presupposti per procedere con le ulteriori attività istruttorie e negoziali con le società coinvolte nell'Operazione di Integrazione sulla base dei termini e delle condizioni individuate dal *management* della Società e ritenute da quest'ultimo congrue.

Il presente parere viene quindi reso nell'ambito della fase istruttoria dell'operazione e non ha natura definitiva, in particolare restando ferma la necessità per il Comitato di formulare, secondo le vigenti disposizioni di legge e regolamentari ed in conformità a quanto previsto dal Regolamento adottato da Fondiaria SAI, un ulteriore parere vincolante sull'Operazione di Integrazione nel momento in cui questa verrà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in sede di deliberazione del progetto di fusione.

1. Descrizione della proposta e del suo *rationale*

In base alle informazioni fornite dal *management* e alle evidenze documentali pervenute a questo Comitato, si riportano di seguito le principali caratteristiche della proposta oggetto del presente parere.

Il *management* di Fondiaria SAI, tenuto conto delle verifiche e delle valutazioni effettuate con il supporto degli advisor incaricati, avrebbe intenzione di proporre a Milano Assicurazioni e a Premafin di proseguire nella definizione dei termini dell'ipotesi di integrazione con il Gruppo Unipol sulla base delle seguenti percentuali attese di partecipazione al capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie dell'incorporante Fondiaria-SAI, come risultante dalla Fusione:

- UGF	61.00%
- Altri Azionisti FONDIARIA-SAI	27.3% - 27.45%
- Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10.70%
- Altri azionisti PREMAFIN	1.0 - 0.85%

Tale proposta presuppone che l'Operazione di Integrazione avvenga, per ogni aspetto sostanziale e salvo quanto di seguito specificato, secondo i termini previsti nell'accordo sottoscritto fra Premafin e UGF in data 29 gennaio 2012 e che, pertanto, la struttura attualmente ipotizzata dell'operazione non subisca alterazioni, anche per effetto dell'esito delle istruttorie in corso da parte delle Autorità.

In particolare, secondo quanto riferito dal *management*, le valutazioni alla base di detta proposta si fondano sulle seguenti principali assunzioni:

- (i) che siano definiti meccanismi societari e/o contrattuali idonei a far sì che i soli azionisti attuali di Fondiaria SAI beneficino delle plusvalenze nette realizzate, rispetto al valore risultante dal bilancio consolidato al 31 dicembre 2011 e in eccedenza rispetto alle previsioni del budget 2012 approvato da Fondiaria SAI relativo al settore immobiliare, così come incluso nella documentazione di *data room*. In sede di definizione dei meccanismi predetti, sarebbero approntati un piano di vendita coerente con la durata prevista degli strumenti contrattuali identificare e con le caratteristiche del portafoglio immobiliare, nonché meccanismi di *governance* che garantiscano una gestione indipendente nell'esecuzione del piano di vendita, nell'interesse dei beneficiari dei meccanismi. Tale assunzione tiene conto della circostanza che UGF ha indicato di non avere attribuito valore a dette potenziali plusvalenze nell'ambito della determinazione della propria proposta;
- (ii) che all'esito della Fusione, Fondiaria SAI e le sue controllate non detengano

azioni proprie, con l'unica eccezione delle azioni Fondiaria SAI che saranno assegnate in concambio in relazione alle seguenti partecipazioni: (i) n. 3.700.000 azioni Milano Assicurazioni attualmente detenute da SAINTERNATIONAL; (ii) n. 1.015.672 azioni Milano Assicurazioni attualmente detenute da PRONTO ASSISTANCE; (iii) n. 300.000 azioni Milano Assicurazioni attualmente detenute da POPOLARE VITA; (iv) n. 66.588 azioni Premafin attualmente detenute da SAIFIN SAI FINANZIARIA. Al fine di raggiungere tale risultato, si procederà: quanto alle azioni proprie detenute direttamente da Fondiaria SAI e alle altre azioni proprie rivenienti dalla Fusione, all'utilizzo in concambio nell'ambito della Fusione stessa; per quanto concerne invece le azioni in portafoglio di FINADIN, SAI HOLDING e FONDIARIA-SAI NEDERLAND – tutte le quali, per effetto della Fusione, sarebbero controllate al 100% da Fondiaria SAI – si procederebbe all'incorporazione di dette società nella Fondiaria SAI come risultante dalla Fusione, con successivo annullamento. Si precisa in proposito che l'impatto delle azioni proprie sulle percentuali attese di partecipazione al capitale sociale di Fondiaria SAI *post* Fusione, sono calcolate assumendo determinati livelli di prezzo in relazione all'aumento di capitale deliberato da Fondiaria SAI in data 19 marzo 2012. Pertanto, dette percentuali potrebbero variare, seppure in misura marginale, in funzione del prezzo effettivo di sottoscrizione dell'aumento di capitale;

- (iii) che la valutazione della partecipazione di minoranza detenuta da Unipol Assicurazioni in UNIPOL BANCA è stata effettuata, per un verso, sulla base di informazioni pubbliche e, per altro verso, senza tener conto di rapporti, vincoli e/o oneri, attuali e potenziali, derivanti dall'appartenenza al medesimo gruppo e dalla soggezione al comune controllo di UGF. Sotto quest'ultimo profilo si è assunto che la società risultante dalla fusione non abbia assunto (come rappresentato) e non assuma in futuro impegni a contribuire a future eventuali ripatrimonializzazioni della Banca, nonché l'esistenza di procedure che

prevengano concentrazioni di rischio nei rapporti con la Banca stessa (in termini di *funding* diretto o indiretto). Tali aspetti potranno formare oggetto di accordi tra UGF e Fondiaria SAI come risultante dalla Fusione;

- (iv) quanto alle azioni di risparmio di Fondiaria SAI e Milano Assicurazioni, una contribuzione al totale del capitale sociale calcolata in base allo sconto del valore di mercato delle azioni risparmio rispetto al valore di mercato delle azioni ordinarie degli ultimi sei mesi.

Con particolare riferimento al punto (i) che precede, il *management* ha precisato che la proposta prevede la definizione di un meccanismo contrattuale, non ancora delineato nel dettaglio, basato su un principio in base al quale le plusvalenze latenti nette relative al portafoglio immobiliare di Fondiaria SAI, di cui UGF non ha tenuto conto ai fini della determinazione delle quote di partecipazione alla società *post* Fusione, verrebbero in qualche modo riconosciute, se e quando realizzate, ai soli azionisti di Fondiaria SAI secondo modalità tecniche che dovrebbero essere identificate. Questo meccanismo consentirebbe di riparametrare le quote percentuali di partecipazione al capitale ordinario della società *post* Fusione tenuto conto del beneficio che i soli azionisti di Fondiaria SAI ritrarrebbero da tale strumento.

Da un punto di vista tecnico, tale strumento dovrebbe essere definito entro la data di approvazione del progetto di Fusione e dovrebbe prevedere anche meccanismi di *governance* e un piano immobiliare di dettaglio, che farebbe parte del piano industriale, al fine poi di monitorarne l'effettivo utilizzo.

Con riguardo al punto (ii) che precede, il *management* ha precisato che, laddove le azioni Fondiaria SAI siano detenute da società controllate di mera partecipazione, se ne è ipotizzato il progressivo annullamento per effetto dell'incorporazione di tali società. Laddove invece le azioni Fondiaria SAI siano detenute da società controllate operative, non si è ritenuto di prevederne la vendita, potenzialmente anche in minusvalenza. Nel complesso, ciò consentirebbe di riconciliare sostanzialmente il

capitale ordinario della società *post* Fusione con il capitale votante della stessa, perché le azioni Fondiaria SAI che verrebbero annullate nell'operazione rappresentano la grande maggioranza delle azioni proprie attualmente in portafoglio.

Ai fini della richiamata proposta il *management* ha altresì assunto che:

- (i) fermo restando, per il resto, le intese ad oggi raggiunte tra Premafin e le sue banche finanziatrici, venga negoziata, quanto al finanziamento convertendo di € 225 milioni, una modifica che preveda un rendimento *all-in* del 4% annuo e la conversione alla fine del terzo anno successivo alla data di efficacia della Fusione, sulla base di un prezzo di conversione pari alla media, ponderata per i volumi degli scambi, dei corsi azionari delle azioni ordinarie Fondiaria SAI *post* Fusione nei tre mesi precedenti la data di conversione, maggiorato di un premio pari al 15%;
- (ii) Fondiaria SAI non sopporti oneri derivanti dall'esercizio del diritto di recesso eventualmente spettante agli azionisti Premafin per effetto della Fusione;
- (iii) i rimedi che verranno eventualmente richiesti dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato all'esito dell'istruttoria avviata in data 26 aprile 2012 siano concordati con Fondiaria SAI e non siano comunque tali da alterare i presupposti sulla base dei quali sono state determinate le prospettive industriali ed i valori economici delle società partecipanti alla Fusione;
- (iv) entro la data di approvazione del progetto di Fusione sia condiviso il piano industriale congiunto, predisposto con l'assistenza di primario advisor industriale indipendente che confermi la ragionevolezza delle sinergie attese e confermi la patrimonializzazione prospettica prevista.

La proposta formulata dal *management* assume, infine, il rilascio, da parte di Mediobanca di una attestazione con la quale la stessa Mediobanca confermi gli impegni già assunti, dando atto dell'assenza – allo stato, sulla base delle verifiche svolte e delle informazioni disponibili – di elementi che siano tali da pregiudicare il proseguimento

delle attività di costituzione del consorzio di garanzia al fine del buon esito dell'aumento di capitale.

Con tale proposta Fondiaria SAI rinnoverebbe altresì la propria disponibilità a definire, sulla base dei valori economici sottostanti le percentuali indicate, un'ipotesi alternativa che preveda la fusione esclusivamente tra Fondiaria SAI, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni ritenendo che tale diversa struttura, per la sua maggiore semplicità, sia preferibile, potendo agevolare la definizione ed esecuzione dell'operazione nei brevi tempi necessari.

E' stato infine precisato dal *management* che la proposta avrebbe necessariamente carattere preliminare e che la relativa deliberazione assunta dal Consiglio di Amministrazione avrebbe il solo fine di verificare l'esistenza delle condizioni di percorribilità dell'operazione sotto il profilo economico, ai fini di una sua successiva negoziazione e definizione, tenuto anche conto dell'istruttoria attualmente in corso da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e dei provvedimenti da questa già notificati alle parti.

Come già accennato infatti, la proposta da sottoporre agli Azionisti dovrà essere, predisposta e deliberata – previo ottenimento del parere favorevole del Comitato - alla luce delle condizioni complessivamente previste per l'operazione, come saranno riflesse nel progetto di Fusione.

La proposta verrebbe indirizzata a Premafin e Milano Assicurazioni, le quali verrebbero invitate a comunicare a Fondiaria SAI nonché ad UGF e ad Unipol Assicurazioni – alle quali la proposta verrebbe trasmessa per conoscenza – l'eventuale condivisione dei termini indicati, affinché le due società del Gruppo Unipol possano effettuare compiutamente le proprie autonome valutazioni.

2. Rapporto di correlazione tra le società coinvolte nell'Operazione di Integrazione

Premafin è titolare di una partecipazione complessiva pari al 35,76% del capitale sociale di Fondiaria SAI. Più in particolare, Premafin detiene direttamente una partecipazione pari al 31,62% del capitale sociale della Società e indirettamente, tramite la controllata Finandin, il restante 4,14%.

Alla luce di quanto sopra, Premafin deve essere considerata “parte correlata” di Fondiaria SAI ai sensi dell’art. 3.1, lett. a) del Regolamento, dal momento che direttamente e indirettamente, anche attraverso società controllate, esercita il controllo di fatto sulla Società ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 2), cod. civ..

Fondiaria SAI detiene una partecipazione complessiva nel capitale sociale di Milano Assicurazioni pari a circa il 63,39%, esercitando su quest’ultima il controllo di diritto, ai sensi dell’art. 2359, comma 1, n. 1) cod. civ..

Ne consegue che anche Milano Assicurazioni debba essere considerata parte correlata di Fondiaria SAI ai sensi del richiamato art. 3.1, lett. a) del Regolamento in quanto società controllata da Fondiaria SAI.

Da ultimo, si osserva che Unipol Assicurazioni è controllata al 100% da UGF. Allo stato attuale, né Unipol Assicurazioni né tanto meno la controllante UGF possono considerarsi parti correlate della Società.

In ogni caso, tenuto conto che nell’ambito della prospettata Operazione di Integrazione UGF (i) verrebbe ad acquisire da prima il controllo di diritto di Premafin per effetto della sottoscrizione dell’aumento di capitale ad essa riservato; e (ii) successivamente all’esecuzione della Fusione, acquisirebbe il controllo di diritto della nuova entità risultante dall’integrazione, si è ritenuto opportuno a scopo prudenziale considerare anche UGF e la sua controllata Unipol Assicurazioni quali potenziali parti

correlate della Società ai sensi del Regolamento. Rispetto alla Società infatti UGF si pone come “potenziale” soggetto controllante, mentre Unipol Assicurazioni quale “potenziale” soggetto sottoposto a comune controllo.

Infine, l’operazione oggetto del presente parere si qualifica come operazione di maggiore rilevanza ai sensi del Regolamento in quanto le sue caratteristiche sono tali da ritenere ampiamente superate le soglie di “rilevanza” di cui all’art. 6 del Regolamento.

3. Valutazioni sulla congruità della proposta e sulla sussistenza dell’interesse della Società al compimento dell’operazione

Come si è accennato in precedenza, il Comitato ha già avuto modo di rappresentare al Consiglio di Amministrazione nel corso della riunione del 19 aprile u.s. una prima valutazione dell’Operazione di Integrazione in termini di opportunità, condividendo che l’Operazione di Integrazione vada considerata positivamente sotto il profilo dell’interesse industriale e strategico.

Si osserva in proposito che nel corso dell’articolato *iter* negoziale che ha portato alla formulazione della proposta oggetto del presente parere, l’Operazione di Integrazione ha peraltro coagulato il consenso di diversi *players* che risultano fondamentali per la sua buona esecuzione, con riferimento non solo alle società coinvolte nella Fusione ma anche alle banche creditrici di Premafin e alle Autorità di Vigilanza coinvolte.

Il Comitato osserva inoltre la necessità di dover considerare, nel caso di specie, le esigenze di ripatrimonializzazione della Compagnia, rispetto alle quali il fattore tempo gioca un ruolo determinante. In questo contesto, l’Operazione di Integrazione non può che essere considerata positivamente, tenuto anche conto di quanto rappresentato da Mediobanca, nella sua veste di promotore del consorzio di garanzia per

l'aumento di capitale, nel corso della riunione del Consiglio del 15 maggio u.s., circa l'apprezzamento delle banche e del mercato per un'operazione di contenuto industriale.

L'insieme delle considerazioni che precedono induce pertanto il Comitato – pur registrando al suo interno l'opinione dissenziente di cui si dirà più innanzi - a valutare positivamente la proposta presentata dal *management* sotto il profilo dell' "an", ovvero dell'opportunità di procedere all'Operazione di Integrazione.

Ciò posto, è necessario procedere ad una attenta verifica circa il "*quantum*" dell'Operazione di Integrazione, ovvero circa la congruità e convenienza dei termini e delle condizioni della proposta.

In proposito, occorre sottolineare che nell'ambito dei lavori del Comitato è stato condiviso il fatto che l'Operazione di Integrazione sarebbe preferibile, sotto diversi profili, se non includesse la fusione anche di Premafin.

Nel corso delle discussioni è stato anche ipotizzato di valutare l'opportunità di porre come condizione del parere positivo del Comitato l'esclusione di Premafin dal novero delle società che dovrebbero prendere parte alla Fusione. Tale ipotesi è stata tuttavia accantonata dal Comitato in quanto ciò avrebbe, fra l'altro, significato pregiudicare quel percorso di convergenza fra tutti gli interessi degli *stakeholders* coinvolti di cui si è fatto cenno.

Tenuto conto che l'Operazione di Integrazione sottoposta all'esame del Comitato prevede il coinvolgimento di Premafin, si è ritenuto opportuno non variare gli elementi strutturali della proposta, soffermandosi quindi nell'analisi dei termini e condizioni della stessa, nel rispetto del ruolo che compete a questo Comitato ai sensi del Regolamento.

Resta ovviamente inteso che, qualora nel corso dei successivi confronti negoziali si ritenesse opportuno riconsiderare la struttura complessiva dell'Operazione

di Integrazione escludendo Premafin dalla Fusione, il Comitato non solleverebbe alcuna obiezione in proposito.

Venendo all'analisi delle condizioni economiche prospettate, si precisa in primo luogo che il Comitato ha lavorato a stretto contatto con il *management* e che la proposta da questo formulata è stata preventivamente sottoposta all'analisi dell'*advisor* Citi il quale, tenuto conto dell'esclusione delle plusvalenze immobiliari latenti dalla valutazione del capitale economico di Fondiaria SAI, e verificandone l'effetto sui valori di concambio della prospettata Fusione, ha ridefinito le forchette di valutazione preliminare originariamente individuate.

Range preliminari individuati da Citi in data 17 maggio 2012¹

- UGF	56,62% – 63,56%
- Altri Azionisti FONDIARIA-SAI	26,59% - 30,55%
- Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	9,44% – 10,86%
- Altri azionisti PREMAFIN	0,71% - 1,32%

Alla luce di quanto precede, il Comitato è quindi in grado di esprimere – confortato in tal senso dalle valutazioni preliminari dell'*advisor* Citi - parere positivo su una proposta che indica una quota di partecipazione del 61% per UGF, del 27,45% per gli azionisti di minoranza di Fondiaria SAI, del 10,7% per gli azionisti di minoranza di Milano Assicurazioni e dello 0,85% per gli azionisti di Premafin.

Il Comitato non ritiene invece di poter condividere la proposta di attribuire una quota dell'1% del capitale *post* Fusione agli azionisti di Premafin, in quanto l'effetto della previsione di uno strumento che consenta agli azionisti di Fondiaria SAI di

⁽¹⁾ Documento “17 Mag 2012 – Range di Valutazione – Escludendo Plus Immobiliari per Gruppo FonSAI – Materiale Aggiuntivo -”

beneficiare delle plusvalenze immobiliari latenti comporterebbe, semmai, una riduzione della quota relativa a Premafin, poiché la valutazione di Premafin è diretta conseguenza della valorizzazione del pacchetto azionario da questa detenuto in Fondiaria SAI.

La previsione di tale strumento ha determinato la possibilità di abbassare la quota percentuale attribuibile agli azionisti di minoranza Fondiaria SAI rispetto al 28,75% indicato dal Comitato nel corso della riunione del 15 maggio u.s.. Trattandosi di differenze immateriali, il Comitato non intende proporre la riduzione della quota di capitale attribuibile agli altri azionisti Premafin rispetto allo 0,85% già indicato dal Comitato stesso, ma allo stesso tempo non ha elementi per poter incrementare detta quota, che resta pertanto indicata nello 0,85%.

Ciò posto, è doveroso evidenziare che le valutazioni sopra descritte non risultano condivise dal Dott. Bragantini, il quale - dopo aver ricordato che non si capisce perché UGF tenga fuori dalla combinazione alcune sue società, che non confluiranno nella *combined entity* - ha formulato il proprio parere negativo in relazione alla proposta presentata dal *management* della Società, precisando che, dalla lettura della documentazione consegnata al Comitato dall'*advisor* Citi risultano, per quanto riguarda Unipol Assicurazioni, dei numeri che, a suo avviso, mettono in dubbio la capacità di Unipol Assicurazioni di sostenere l'aggregazione e che metterebbero pertanto in discussione l'opportunità stessa di porre in essere l'Operazione di Integrazione.

Di seguito si riporta integralmente l'intervento del Dott. Bragantini, riportato in una nota consegnata dallo stesso al Comitato:

“ Comitato degli amministratori indipendenti e Consiglio di Amministrazione 17 maggio 2012

Pro memoria

- *Dalla documentazione consegnataci dagli advisor (Progetto Plinio- Back up valutativo, pagina 9, Unipol EV: Sintesi della valutazione) risulta che a fine 2011*

il Patrimonio Netto Rettificato di Unipol era compreso fra 20 m€ e 277 m€, con un valore “Mid”, cui qui si fa riferimento, di 149 m€.

- *Tale valore è successivo all'esecuzione dell'aumento di capitale di 600 m€. Ciò porta a un valore a fine anno, pre aumento di capitale, per Unipol di -451 m€. (A puri fini di raffronto, il dato omologo per Fonsai a fine 2011 era di -42 milioni).*
- *A fine marzo 2011 il valore di Unipol era, prima dell'aumento di capitale, di 466 m€, a valle di 735 m€ di riprese di valore, che ad oggi sarebbero certo inferiori. Lo stesso vale per Fonsai, il cui valore a fine marzo, sempre pre aucap, era tuttavia di 730 m€.*
- *Tale valore di -451 m€ è al netto di detrazioni, espresse al netto dell'effetto fiscale, per 1247 m€. A sua volta, la detrazione dell'effetto fiscale è anomala in un calcolo che non potrebbe dare per scontata la continuità aziendale.*
- *Se si valutano tali partite al lordo dell'effetto fiscale esse ammontano a circa 1750 m€. Aggiungendo quindi i 500 m€ di differenza al valore negativo di EV di Unipol pre aumento di capitale, si arriva a un importo pre aucap di -950 m€.*
- *Se tali ipotesi sono fondate, anche post aucap Unipol sarebbe a -350 m€, quindi in territorio negativo ai fini del calcolo dell'EV.*
- *Tale insieme di cifre indica una grave deficienza patrimoniale di Unipol, che mette in serio dubbio la sua capacità di sostenere l'aggregazione. Tale questione è evidentemente preliminare rispetto a quella dei rapporti di concambio ed è dirimente circa la prosecuzione delle valutazioni sul progetto di aggregazione.*
- *È perciò necessario chiedere quanto prima agli advisor se a loro avviso Unipol, e a prescindere totalmente dal tema dei rapporti di concambio, sia in grado di sostenere la complessa operazione fin qui portata avanti. La stessa domanda, ovviamente, se la dovrà porre, disponendo di tutte le informazioni necessarie, il Comitato degli Indipendenti, e poi il Consiglio di Amministrazione nel suo*

complesso, visto che essi hanno l'obbligo di agire con la massima diligenza professionale e nell'esclusivo interesse della loro società. E ciò, si ripete, a prescindere dal tema dei concambi. Su quanto sopra detto richiamo anche l'attenzione del Collegio Sindacale

- *Desidero inoltre sapere se il management, o gli advisor, abbiano esaminato insieme all'Autorità di settore, l'Isvap tali anomali valori e, se sì, quale sia stata la reazione dello stesso.*
- *Venendo ai rapporti di concambio, ci si domanda perché gli advisor abbiano ritenuto di escludere del tutto il metodo dell'EV da quelli concretamente utilizzati per il calcolo del range dei rapporti di concambio.*
- *Alla luce di tali perplessità ho chiesto a Goldman Sachs di produrre a nostro beneficio l'evoluzione storica del conteggio degli EV di Unipol, ove applicabile anche comparati con quelli di Fonsai, dall'avvio del loro lavoro. Sono in attesa di ricevere tali documenti.*
- *Ritengo anche necessario poter vedere i dettagli del conteggio con cui si perviene ai rapporti di concambio basati sull'EV, anche se tale metodo, si ripete, non è stato utilizzato per determinare il range da sottoporre agli amministratori indipendenti e al Consiglio.*
- *Ricordo infine che agli amministratori indipendenti, e a tutto il Consiglio, non sono state consegnate le slide riportanti i risultati principali della due diligence fatta dai nostri consulenti su Unipol: essi hanno solo solo potuto fuggevolmente visionare - ci è stato detto per ragioni di riservatezza - tali slide. Va peraltro detto che la due diligence- il cui ambito ha subito rilevanti limitazioni- era disponibile solo nella data room nei locali della società.*

Si segnala che il Comitato, nel compiere le valutazioni oggetto del presente parere, si è fatto carico anche dei rilievi promossi dal Dott. Bragantini relativamente alle

caratteristiche patrimoniali di Unipol Assicurazioni, confrontandosi opportunamente con l'*advisor* finanziario anche al fine di valutare l'opportunità, se del caso, di rivedere il giudizio preliminare che il Comitato stesso aveva reso nella precedente riunione consiliare del 19 aprile u.s. riguardo l'interesse per la Società di porre in essere l'Operazione di Integrazione con il Gruppo Unipol.

Al riguardo, l'*advisor* Citi ha rappresentato al Comitato che tali aspetti patrimoniali avevano già formato oggetto di analisi da parte degli *advisor* finanziari e del *management* della Società e che, pertanto, tali informazioni sono state adeguatamente considerate nell'ambito delle valutazioni e delle verifiche poste in essere sia ai fini dell'analisi circa la valenza industriale dell'Operazione di Integrazione, sia nella stima preliminare delle quote di partecipazione al capitale della Società *post* Fusione.

Peraltro, la sussistenza di taluni aspetti di criticità con riguardo alla situazione patrimoniale di Unipol Assicurazioni era circostanza già nota a questo Comitato, in quanto rappresentata più volte in precedenza dagli *advisor* finanziari. Al fine di esprimere il proprio giudizio sulla proposta in esame, il Comitato si è principalmente concentrato nel valutare il risultato finale della prospettata Operazione di Integrazione, avendo riguardo non tanto alla situazione attuale ma al prodotto dell'aggregazione fra le società coinvolte nella Fusione, tenuto conto anche degli aumenti di capitale che saranno effettuati in tale contesto da Fondiaria SAI e da Unipol Assicurazioni, giudicando in questa ottica la sussistenza di un interesse per la Società.

In tale prospettiva, il Comitato, pur tenendo in dovuta considerazione quanto rilevato dal Dott. Bragantini, ha ritenuto a maggioranza di non modificare la propria posizione al riguardo.

4. Conclusioni

Con riferimento alla proposta presentata dal *management* della Società, il Comitato, tenuto conto

- delle esigenze di urgente ripatrimonializzazione della Società, al fine di ristabilire un margine di solvibilità congruo;
- della validità industriale dell'operazione, che permette la creazione del primo operatore assicurativo danni in Italia e l'ottavo in Europa;
- della circostanza che un'operazione di contenuto industriale che susciti l'interesse del mercato rappresenta un punto di forza rispetto al successo dell'ingente operazione di ricapitalizzazione necessaria;
- del fatto che, sulla base delle stime preliminari comunicate da Unipol, l'aggregazione sarebbe in grado creare valore per tutti gli azionisti della nuova entità, grazie alla realizzazione delle sinergie attese;
- del fatto che l'operazione con il gruppo Unipol appare essere valutata con favore, seppure preliminarmente, dall'Autorità di Vigilanza e, più in generale, idonea a raccogliere il consenso di tutti i soggetti alla cui valutazione l'operazione è soggetta;

esprime, per quanto di propria competenza - a maggioranza dei propri componenti e con il voto contrario del dott. Salvatore Bragantini - il proprio parere favorevole circa la sussistenza di un interesse della Società alla formulazione della proposta relativa all'Operazione di Integrazione sulla base dei termini indicati dal *management* in considerazione della convenienza e della correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti.

* * * * *

Il Comitato ha altresì esaminato le considerazioni formulate dal *management* in relazione all'offerta pervenuta in data 9 maggio 2012 da parte di Sator Capital Limited e Palladio Finanziaria, esaminando in proposito anche la documentazione predisposta

dell'advisor finanziario Citi, che ha fornito le proprie valutazioni sull'offerta in termini comparativi con l'Operazione di Integrazione.

Tale proposta è stata esaminata e valutata soprattutto per avere un termine di confronto con l'alternativa Operazione di Integrazione. Avere o non avere alternative è evidentemente elemento che può consentire o meno di tenere determinate posizioni negoziali.

Ad avviso del *management*, l'offerta pervenuta risulta senz'altro apprezzabile, conferma la credibilità del piano industriale di Fondiaria-SAI utilizzato ai fini delle valutazioni operate nell'ambito del Progetto di Integrazione e, indirettamente, rafforza la posizione negoziale della Società nei confronti del Gruppo Unipol.

Per altro verso, il *management* ritiene che il progetto alternativo rimanga difficilmente comparabile, sia per il minor importo della ripatrimonializzazione prevista (che deve essere confrontata con l'attuale quadro di forte volatilità dei mercati finanziari e con le valutazioni di recente operate in proposito dal Consiglio relative all'ammontare dell'aumento di capitale, in coerenza con le sollecitazioni dell'ISVAP), sia per l'assenza di un'integrazione sotto il profilo industriale.

Il *management* ha inoltre sottolineato che, pur in presenza di incertezze regolamentari, invero almeno in parte comuni all'offerta degli investitori finanziari, l'Operazione di Integrazione si trova in uno stato di avanzamento decisamente maggiore, circostanza che rappresenta un importante elemento di valutazione nel ricordato contesto di urgente necessità di patrimonializzazione.

Le analisi effettuate dall'*advisor* finanziario del Comitato hanno fornito un'analisi preliminare delle due proposte comparandole in termini di: i) diluizione della partecipazione sul capitale votante; ii) ritorno sull'investimento; iii) variazione degli utili netti per gli azionisti di minoranza di Fondiaria SAI.

Alla luce di quanto precede, valutato l'interesse dal punto di vista finanziario dell'offerta presentata da Sator e Palladio e considerate le incertezze regolamentari e negoziali ancora esistenti in relazione all'Operazione di Integrazione, il Comitato ha quindi condiviso l'opinione del *management* il quale ritiene opportuno accedere alla richiesta, formulata dai due menzionati investitori, di aprire un tavolo di confronto per approfondire contenuti e tempi della proposta.

* * * *

Il presente parere, il cui testo finale viene condiviso in data 2 agosto 2012, riporta le considerazioni formulate dal Comitato in data **17 maggio 2012**.

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si porgono distinti saluti.

Dott. Salvatore Bragantini

Avv. Roberto Cappelli

Dott. Salvatore Militello

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Fondiaria SAI S.p.A.

Oggetto: parere del comitato per le operazioni con parti correlate ai sensi dei Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni significative e procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria SAI S.p.A.

Egregi Signori,

facciamo seguito alle comunicazioni dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale di Fondiaria SAI S.p.A. ("**Fondiaria SAI**" o "**Società**") ricevute in data odierna dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "**Comitato**") relativamente alla prospetta operazione di integrazione con il gruppo Unipol ("**Operazione di Integrazione**"), la quale in particolare prevedrebbe: (i) l'acquisizione del controllo di Premafin da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**UGF**") mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale di Premafin ad essa riservato; (ii) la successiva fusione per incorporazione in Fondiaria SAI di Premafin Finanziaria S.p.A. ("**Premafin**"), Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**") e Unipol Assicurazioni S.p.A. ("**Fusione**").

In proposito, si ricorda che in data 17 maggio 2012 il Comitato aveva espresso il proprio parere favorevole in relazione al contenuto di una proposta formulata dal *management* della Società indicante le percentuali attese di partecipazione al capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie dell'incorporante Fondiaria SAI, come risultante dalla Fusione, da attribuire alle società coinvolte nell'Operazione di Integrazione, unitamente alle assunzioni poste alla base di tali valutazioni. Tale

proposta, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società sempre in data 17 maggio 2012, prevedeva in particolare una partecipazione attesa degli attuali soci ordinari di Fondiaria SAI diversi da Premafin, pari al 27,45% del capitale ordinario di Fondiaria SAI *post* Fusione.

La Società ha quindi sottoposto l'ipotesi negoziale a Milano Assicurazioni e a Premafin, le quali ne hanno condiviso i termini e le condizioni. Successivamente, in data 23 maggio 2012, Premafin ha inviato a UGF la proposta condivisa dalle tre società.

In data 6 giugno 2012 UGF ha dato riscontro alla comunicazione di Premafin formulando una controproposta la quale, pur recependo le percentuali di partecipazione al capitale della *combined entity* individuate dal *management* di Fondiaria SAI, si discosta in modo non marginale, come meglio si dirà in seguito, dal punto di vista quantitativo dalla proposta esaminata dal Consiglio di Amministrazione.

Il Comitato è chiamato in questa sede ad esprimere il proprio parere in relazione alla controproposta formulata da UGF al fine di consentire al Consiglio di Amministrazione di assumere le proprie determinazioni in proposito. Il presente parere viene quindi reso nell'ambito della fase istruttoria dell'operazione e non ha natura definitiva, in particolare restando ferma la necessità– evidenziata anche nel precedente parere reso in data 17 maggio u.s. - per il Comitato di formulare, secondo le vigenti disposizioni di legge e regolamentari ed in conformità a quanto previsto dal Regolamento adottato da Fondiaria SAI, un ulteriore parere vincolante sull'Operazione di Integrazione nel momento in cui questa verrà sottoposta all'approvazione del Consiglio di Amministrazione in sede di deliberazione del progetto di fusione.

1. Descrizione della controproposta di UGF

In base alle informazioni fornite dal *management* e alle evidenze documentali pervenute a questo Comitato, si riportano di seguito le principali caratteristiche della controproposta presentata da UGF.

Come accennato, dal punto di vista strettamente quantitativo, la controproposta si discosta in maniera significativa dall'ipotesi esaminata dal Consiglio di Amministrazione in data 17 maggio u.s., rispetto alla quale il Comitato aveva espresso il proprio parere favorevole.

In particolare, lo scostamento è dovuto principalmente alla diversa base di calcolo delle percentuali di partecipazione alla *combined entity* post Fusione (rapportate al capitale ordinario votante nella proposta di Fondiaria SAI, previo annullamento delle azioni della Società detenute da alcune controllate, e al capitale ordinario nella proposta di UGF, senza procedere all'annullamento delle azioni proprie) e dall'eliminazione dello "strumento" finalizzato a consentire il riconoscimento delle plusvalenze immobiliari a favore dei soli attuali azionisti di Fondiaria SAI.

Sotto altri profili, la controproposta UGF tiene parzialmente conto, ancorché proponendo soluzioni diverse, delle assunzioni indicate da Fondiaria SAI. Ciò vale, in particolare:

- per il prestito c.d. "convertendo", che UGF immagina venga offerto in opzione agli azionisti della *combined entity*. Tale soluzione, sebbene non risponda all'obiettivo posto da Fondiaria SAI di allineare gli interessi economici delle banche creditrici con quelli degli azionisti di minoranza della Società (attraverso una soluzione che leghi l'integrale soddisfazione del credito al *re-rating* atteso del titolo insito nel progetto), consente agli azionisti di Fondiaria SAI di evitare la diluizione potenzialmente insita nello strumento esercitando il diritto d'opzione, ovvero di beneficiare dell'eventuale valore di mercato dello strumento attraverso la cessione del relativo diritto d'opzione;

- per la valutazione di Unipol Banca, in relazione alla quale UGF propone un'opzione put e call con la finalità di “proteggere” il valore di carico della partecipazione (inclusi i futuri eventuali aumenti di capitale di Unipol Banca). La soluzione risponde in principio, ancorché attraverso un diverso strumento, all'esigenza sottostante la richiesta della Società. Tuttavia, sulla base delle informazioni disponibili, il beneficio derivante dall'esercizio dell'opzione rimane di difficile valutazione e, in ogni caso, ad avvenuta integrazione, UGF avrebbe il controllo della società post fusione e quindi un'influenza diretta sulla successiva scelta in merito all'esercizio dell'opzione. Inoltre, rimarrebbe l'incertezza circa la capacità di UGF di far fronte all'esercizio dell'opzione a scadenza. Rimane poi aperto il tema della concentrazione di rischi diretti e indiretti (anche di *funding*) verso Unipol Banca;
- per gli effetti dell'eventuale recesso di soci Premafin, rispetto al quale UGF evidenzia il parziale superamento della questione, laddove si assuma l'assunzione, da parte degli azionisti di riferimento di Premafin, di impegni a non esercitare il recesso. Il tema riguarderebbe in tal caso, secondo le stime fornite dal *management*, un massimo del 50% circa dell'attuale capitale sociale, con conseguente riduzione dell'impatto massimo teorico sulla *solvency pro-forma* della *combined entity*.

Quanto alle attività di asseverazione del piano industriale congiunto e aggiornamento delle valutazioni dei principali *asset* indicate da Fondiaria SAI nella proposta, UGF si è dichiarata disponibile, purché ciò non comporti ritardi rispetto alla tempistica di esecuzione dell'aumento (indicata nell'estate 2012). Quanto infine agli effetti dei rimedi ai fini *antitrust*, per i quali la richiesta di condivisione della Società è superata dai fatti, UGF ne dichiara la sostanziale indifferenza rispetto agli obbiettivi di piano già comunicati. In proposito, nel piano industriale redatto unilateralmente da UGF e presentato al mercato, il perimetro delle cessioni ipotizzato per adempiere alle

richieste *antitrust* – ancorché non definito nel dettaglio – era sostanzialmente in linea con il perimetro proposto da UGF all'AGCM.

La controproposta prevede quale condizione di efficacia (i) la stipula di accordi volti a far venir meno gli impegni di manleva assunti da UGF nei confronti degli amministratori e sindaci di Premafin e delle società da questa direttamente e/o indirettamente controllate che siano anche azionisti di Premafin e (ii) l'assunzione di impegni unilaterali e irrevocabili da parte degli azionisti di riferimento di Premafin a non esercitare il diritto di recesso nel contesto della Fusione.

In proposito, si ricorda che, con comunicato stampa dell'8 giugno 2012, Jonella Ligresti e Gioacchino Paolo Ligresti hanno comunicato la loro decisione irrevocabile di non rinunciare agli impegni di manleva assunti da UGF con side letter del 29 gennaio 2012 e hanno altresì comunicato che le società Hike Security S.A. e Limbo Invest S.A. non intendono assumere alcun impegno in merito all'esercizio del diritto di recesso conseguente alla fusione di Premafin Finanziaria in Fondiaria SAI.

Sempre in data 8 giugno 2012 UGF - a seguito delle dichiarazioni degli azionisti di Premafin - ha ribadito alla Società la propria disponibilità a procedere alla fusione nei termini ed alle condizioni indicate nella propria proposta, rinviando ad una successiva valutazione ed al conseguente confronto con le Autorità ogni determinazione concernente le modalità con cui dare attuazione alle richieste della CONSOB.

2. Valutazioni del *management* della Società sulla congruità della proposta e sulla sussistenza dell'interesse della Società al compimento dell'operazione

Il negoziato intercorso con il Gruppo Unipol, pur avendo consentito un significativo miglioramento rispetto alle condizioni originariamente proposte da UGF (66,7% rispetto all'attuale 61%), non ha portato – rispetto alla proposta formulata il 17

maggio u.s. - ad un allineamento sulle condizioni economiche dell'operazione, i cui valori ricadrebbero al di fuori dei *range* preliminarmente indicati dagli *advisors*.

Occorre dunque valutare se tale circostanza sia di per sé preclusiva dell'ulteriore valutazione dell'offerta.

Il *management* ha in proposito ricordato che le valutazioni effettuate dagli *advisors*, in quanto funzionali alla definizione di un rapporto di concambio di una fusione che avverrebbe solo successivamente alla esecuzione dell'aumento di capitale, non scontano per la loro stessa finalità la peculiare situazione aziendale corrente.

Si tratta dunque di verificare, più specificamente, se la situazione corrente giustifichi l'accettazione di condizioni più gravose di quelle teoricamente negoziabili da una società che sia già in possesso dei requisiti patrimoniali regolamentari.

La quota di partecipazione sul capitale ordinario che sarebbe attribuita agli azionisti ordinari di Fondiaria SAI diversi da Premafin secondo la proposta di UGF implica, infatti, uno sconto nell'ordine del 10% rispetto all'estremo inferiore dell'intervallo preliminare indicato dall'*advisor* del Comitato Citi.

Il *management* ha ricordato che – come confermato dalla CONSOB in relazione alla specifica struttura di operazione concordata tra UGF e Premafin - la Società si trova nelle condizioni normative per beneficiare dell'esenzione dall'OPA obbligatoria. In particolare, la carenza del margine di solvibilità corretta e le conseguenti richieste dell'ISVAP integrano la "situazione di crisi" prevista dall'art. 49, comma primo, lett. b) del Regolamento CONSOB 11971/1999, con particolare riferimento all'ipotesi di cui al n. 1, lett. iii): "*richieste formulate da un'autorità di vigilanza prudenziale, nel caso di gravi perdite, al fine di prevenire il ricorso all'amministrazione straordinaria o alla liquidazione coatta amministrativa ai sensi (...) del decreto legislativo n. 209 del 7 settembre 2005*". La CONSOB ha confermato l'unitarietà delle operazioni di aumento di capitale e Fusione, ritenendo che l'esenzione da "crisi" si applichi anche alla Fusione stessa, purché ISVAP confermi che questa è parte necessaria del piano di risanamento.

Tale situazione di crisi non implica l'assenza di continuità aziendale. Per altro verso, la disciplina dell'OPA riconosce che, in tale situazione, l'interesse della società al superamento della situazione di crisi prevale sul diritto della minoranza al lancio dell'OPA.

La situazione concreta in cui la Società si trova potrebbe dunque consentire l'accettazione di uno sconto rispetto agli intervalli valutativi individuati dagli *advisors*.

Ad avviso del *management*, non esistono metodi univoci per effettuare una quantificazione di tale sconto, che dovrebbe dunque avvenire secondo un criterio di ragionevolezza, alla luce dei rischi e benefici complessivamente derivanti dalle varie opzioni disponibili.

Nell'effettuare la descritta valutazione, occorre verificare se l'applicazione di tale sconto sia compatibile con la situazione patrimoniale di Unipol Assicurazioni, come risultante dalle analisi di *due diligence* effettuate e già oggetto di discussione nell'ambito delle precedenti riunioni del Comitato e del CdA. Il *management* ha in particolare ricordato, in proposito, le considerazioni fino ad oggi svolte:

- la circostanza oggettiva che, a differenza della Società, Unipol Assicurazioni non ha ricevuto dall'Autorità di Vigilanza richieste di ripatrimonializzazione;
- l'ingente ricapitalizzazione che la complessiva operazione, attraverso i due aumenti di capitale previsti, garantirebbe al gruppo risultante dall'integrazione;
- le ulteriori aspettative di patrimonializzazione derivanti dalle prospettive reddituali di un gruppo leader di mercato.

All'esito della complessiva operazione, pertanto, la *combined entity* avrà una patrimonializzazione significativa, che appare allo stato adeguata rispetto all'attività del nuovo gruppo. Tale elemento forma, peraltro, oggetto di formale esame da parte dell'ISVAP nell'ambito del procedimento di autorizzazione in corso, che è tra l'altro

finalizzato a verificare, come in ogni operazione di acquisizione del controllo di compagnie assicurative, la qualità dell'acquirente e la solidità finanziaria della prevista acquisizione nonché, tra l'altro, la capacità dell'impresa di rispettare e continuare a rispettare le disposizioni normative e regolamentari di vigilanza.

Con riferimento all'esecuzione dell'accordo tra Premafin e UGF, il *management* ha sottolineato che deve essere attentamente considerata la nuova situazione che si è venuta a creare a seguito delle dichiarazioni rese da alcuni degli azionisti di riferimento di Premafin che, come detto, con nota dell'8 giugno u.s., hanno comunicato alla stessa Premafin e ad UGF la propria irrevocabile intenzione di non voler rinunciare alle manleve previste nell'ambito dell'accordo del 29 gennaio 2012 e al diritto di recesso derivante dall'operazione di fusione, condizioni invece ritenute essenziali dalla CONSOB per l'ottenimento dell'esenzione OPA ed espressamente richieste da UGF nella proposta da ultimo formulata. In proposito si ricorda che sempre in data 8 giugno 2012 UGF - a seguito delle dichiarazioni degli azionisti di Premafin - ha ribadito alla Società la propria disponibilità a procedere alla fusione nei termini ed alle condizioni indicate nella propria proposta, rinviando ad una successiva valutazione ed al conseguente confronto con le Autorità ogni determinazione concernente le modalità con cui dare attuazione alle richieste della CONSOB.

In altre parole, UGF ha confermato a Premafin, Fondiaria SAI e Milano Assicurazioni la validità della sua ultima controproposta, dovendosi essa, nella sostanza, considerare subordinata all'individuazione, da parte di UGF, di una soluzione sul tema dell'esenzione OPA.

Il Consiglio di Amministrazione di Premafin, in data 10 giugno u.s., ha deliberato di procedere comunque nel progetto sulla base delle condizioni economiche indicate da UGF. Premafin ha infatti ritenuto che non vi siano elementi di novità incontrovertibili tali da indurre a mutare risolutivamente parere in merito alla

prosecuzione dell'adozione del presupposto della continuità aziendale sulla base dell'esecuzione dell'accordo con Unipol e la finalizzazione dell'accordo di ristrutturazione dell'indebitamento della società nel contesto del progetto di integrazione e del piano di risanamento previsti nel predetto accordo.

Sotto il profilo di mercato, Mediobanca ha di recente confermato l'assenza di elementi ostativi alla prosecuzione del suo incarico per la promozione di un consorzio di garanzia per l'aumento di capitale, ancorché le manifestazioni di disponibilità a partecipare al consorzio ad oggi pervenute non siano allo stato vincolanti.

Rispetto alle valutazioni in passato effettuate ed alla luce di quanto sopra evidenziato, il *management* ha quindi invitato il Comitato ad esprimere il proprio parere in relazione alla possibilità di accettare, tenuto conto della situazione aziendale corrente, lo sconto che la controproposta di UGF implica rispetto ai *range* preliminarmente individuati dagli *advisors*.

In proposito, il *management* ha sottolineato l'importanza di alcuni fattori legati all'attuale situazione aziendale e, in particolare:

- il persistente stato di *deficit* patrimoniale, seppur ridottosi in modo significativo (si è passati dal 78% al 31 dicembre 2011 ad un margine stimato atteso nell'ordine del 95% a fine giugno 2012) per effetto dell'andamento gestionale e di mercato;
- la richiesta di ISVAP di procedere alla ricapitalizzazione con urgenza e la *moral suasion* esplicitamente e costantemente esercitata dall'Authority nella direzione di una rapida definizione dell'Operazione di Integrazione, sulla quale si basa il piano di risanamento allo stato presentato;
- permangono condizioni macroeconomiche e di mercato fortemente volatili, che rendono non percorribile l'ipotesi di una ricapitalizzazione pari all'ammontare

deliberato in assenza di un investimento significativo da parte di un parte strategico e/o industriale;

- sebbene non vi siano segnali di allarme in proposito, la prosecuzione di condizioni d'incertezza può incidere anche sul conseguimento dei risultati industriali.

Il *management* ha inoltre richiamato la necessità di considerare attentamente il rischio di amministrazione straordinaria in caso di insuccesso del piano di risanamento presentato ormai a gennaio del 2012. Si tratta di un rischio concreto considerato che – pur in assenza di automatismi – le norme di riferimento (art. 227 Codice delle Assicurazioni Private) individuano espressamente tra i presupposti della procedura di crisi la mancata attuazione del piano di risanamento presentato. E' in particolare previsto che laddove all'esito dell'intervento richiesto dall'ISVAP permanga “una situazione di solvibilità corretta gravemente deficitaria”, possano essere disposte le misure di risanamento previste dalla normativa di settore. Va ricordato in proposito che il Consiglio di Amministrazione ha di recente indicato all'Autorità, a fronte di specifica richiesta relativa allo stato di attuazione del piano presentato, il termine del 12 giugno p.v. per la definizione dei valori economici dell'integrazione. In caso di mancato raggiungimento di un accordo entro tale termine, verrebbe ragionevolmente avviata una formale valutazione da parte dell'ISVAP circa l'esistenza dei presupposti per l'amministrazione straordinaria, eventualmente preceduta dalla nomina di un commissario per la gestione provvisoria. Va infine ricordato che è attualmente in corso la procedura di cui all'art. 238 del Codice delle Assicurazioni Private, in relazione ai fatti oggetto della denuncia del socio Amber Capital. Anche tale procedura può sfociare nell'amministrazione straordinaria, rischio che risulta dunque aggravato rispetto a quanto già evidenziato in relazione ad un'eventuale mancata attuazione del piano di risanamento.

Nel valutare lo scenario complessivo il *management* ha infine ricordato la situazione finanziaria della controllante Premafin, che non è allo stato in grado di

sottoscrivere l'aumento di capitale deliberato e ha predisposto un piano di risanamento del proprio indebitamento ai sensi dell'art. 67 legge fallimentare, la cui accettazione da parte delle banche creditrici presuppone che sia data esecuzione all'accordo raggiunto da Premafin e UGF in data 29 gennaio 2012. Da ultimo, con lettera dell'8 giugno u.s., le banche finanziatrici di Premafin si sono espressamente riservate di escutere il pegno esistente sulle azioni Fondiaria SAI, in caso di mancata tempestiva attuazione del progetto, a partire dall'approvazione da parte dell'assemblea di Premafin del bilancio d'esercizio e dell'aumento di capitale da riservare alla sottoscrizione di UGF.

A giudizio del *management*, nel valutare l'interesse di Fondiaria SAI, non può essere dunque ignorata la descritta situazione della controllante, poiché ogni operazione straordinaria richiede necessariamente l'adesione del socio Premafin e/o delle sue banche creditrici, alla luce dei diritti nascenti dal pegno esistente sul pacchetto di controllo di Fondiaria SAI.

In conclusione, il *management* ha evidenziato che, sebbene sotto il profilo economico la proposta Unipol implichi l'accettazione di condizioni più gravose di quelle teoricamente negoziabili da una società che sia già in possesso dei requisiti patrimoniali regolamentari, andrebbe nel caso di specie privilegiata una valutazione prudente che, pur a scapito di una piena valorizzazione delle potenzialità reddituali della Società, consenta il superamento della attuale situazione di estrema incertezza, che espone gli azionisti a rischi di gravi perdite di valore dell'investimento.

Ciò posto, con riferimento all'analisi di percorribilità di eventuali ipotesi alternative, il *management* ha rappresentato che la Società ha ricevuto lo scorso 8 giugno una nuova proposta da parte di Sator Capital Limited e Palladio Finanziaria la quale presenta, a parità di struttura, condizioni economiche migliorative rispetto a quella precedente. Più nel dettaglio:

- l'offerta prevede un aumento di capitale riservato agli investitori per un importo di Euro 400 milioni ed un aumento di capitale in opzione pari ad almeno 400 milioni;
- è stato chiarito che la copertura dell'aumento di capitale riservato agli investitori – così come della quota in opzione di pertinenza degli stessi - avverrebbe mediante ricorso a mezzi propri e non a finanziamento;
- è stato migliorato il prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale riservato che ora è previsto fra i 2 Euro e i 2,5 Euro contro l'iniziale *range* compreso fra 1,5 Euro e 2,5 Euro, mentre il prezzo di sottoscrizione dell'aumento in opzione avverrebbe ad un prezzo non superiore alla meta del prezzo determinato per l'aumento riservato;

Per altro verso, pur rappresentando un'opzione di indubbio interesse dal punto di vista strettamente finanziario, la nuova offerta di Sator e Palladio non risolve alcuni aspetti di incertezza rilevati nella precedente offerta, e in particolare:

- la ricapitalizzazione complessiva prevista, sebbene non determinata nel suo importo massimo, appare inferiore rispetto all'importo di Euro 1,1 miliardi quantificato dal Consiglio di Amministrazione e non consentirebbe dunque il raggiungimento del medesimo obiettivo di *solvency ratio*; ne consegue, pertanto, che la proposta di Sator e Palladio presupporrebbe una revisione da parte del Consiglio di Amministrazione della dimensione dell'aumento di capitale;
- la proposta richiederebbe l'avvio di un nuovo e diverso *iter* di approvazione presso l'ISVAP;

- la proposta presuppone il necessario consenso dell'azionista di riferimento Premafin vista la necessità di approvazione da parte dell'assemblea straordinaria, con il voto favorevole di più del 50% del capitale sociale, dell'aumento di capitale da riservare alla sottoscrizione degli investitori. La proposta di Sator e Palladio è stata per conoscenza inviata a Premafin, che a fronte di richiesta di Fondiaria SAI circa la propria posizione, ha deliberato di verificare in tempi rapidi con la nostra Società e con il sistema bancario i termini della proposta medesima;
- l'offerta non contiene inoltre i più volte richiesti dettagli circa le fonti di finanziamento, pur indicando l'integrale ricorso a mezzi propri.

Per quanto sopra ricordato, a giudizio del *management* la proposta di Sator e Palladio presenta oggettivi elementi di convenienza sotto il profilo finanziario ma permangono incertezze circa la sua effettiva percorribilità sotto il profilo autorizzativo e deliberativo, anche con riferimento alla posizione assunta dalle banche creditrici di Premafin. L'operazione dovrebbe, infatti, essere ulteriormente definita e negoziata e devono ancora essere avviate le istruttorie per l'ottenimento delle necessarie autorizzazioni.

L'abbandono dell'opzione Unipol per perseguire questa alternativa implicherebbe secondo il *management* il riconoscimento della mancata realizzazione del piano di risanamento allo stato presentato all'ISVAP, con il rischio, nei termini descritti, dell'apertura di una fase di amministrazione straordinaria.

A giudizio del *management*, l'opzione più prudente appare pertanto essere quella di verificare a stretto giro la possibilità di superare le residue incertezze

dell'operazione di integrazione con il gruppo Unipol, comunicando la disponibilità a procedere sulla base dei valori economici proposti da UGF.

4. Valutazioni formulate dal Comitato e conclusioni

Il Comitato ha esaminato attentamente il contenuto della proposta presentata dal Gruppo Unipol e le conseguenti valutazioni effettuate dal *management* della Società.

Ciò posto, il Comitato ritiene in primo luogo di confermare, in coerenza con la posizione precedentemente assunta, i punti di forza che hanno portato a valutare positivamente l'operazione con UGF e a formulare il parere favorevole in relazione alla proposta del 17-23 maggio u.s., sintetizzabili nel fatto che detta operazione appare ad oggi essere l'unico strumento che potrebbe garantire l'esecuzione in tempi brevi della necessaria ripatrimonializzazione, presentando al contempo un'indubbia valenza strategico-industriale.

Venendo al contenuto economico della proposta, il Comitato ha preso atto che, rispetto alle condizioni oggetto della proposta formulata da Fondiaria SAI in data 17-23 maggio 2012, nella controproposta di Unipol sono state apportate due variazioni negative, pregiudizievoli per gli azionisti di minoranza, consistenti nella diversa base di calcolo delle percentuali di partecipazione alla *combined entity* post fusione e nell'eliminazione dello "strumento" finalizzato a consentire il riconoscimento delle plusvalenze immobiliari a favore dei soli azionisti attuali di Fondiaria SAI.

Per altro verso, il Comitato ha altresì rilevato che la proposta di UGF di concedere a Fondiaria SAI un'opzione *put* su Unipol Banca potrebbe costituire una variazione potenzialmente positiva per la Società, ma soggetta ad ulteriori approfondimenti.

In ogni caso, alla luce di tali variazioni, emerge che la quota di partecipazione sul capitale ordinario che sarebbe attribuita agli azionisti ordinari di Fondiaria SAI diversi da Premafin secondo la proposta di UGF si attesta sotto il livello più basso della forchetta di valutazione preliminare degli *advisor* finanziari Citi e Goldman Sachs per circa tre punti percentuali.

Range preliminari individuati da Citi in data 11 giugno 2012⁽¹⁾

- UGF	52,17% – 59,32%
- Altri Azionisti FONDIARIA-SAI	28,42% - 33,14% ²
- Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	8,73% – 9,87%
- Altri azionisti PREMAFIN	1,03% - 1,77%

Alla luce di quanto precede, il Comitato prende quindi atto del fatto che le condizioni che vengono proposte da Unipol non sono eque per la Società da un punto di vista finanziario nel senso che non rispecchierebbero i valori preliminari della Società a ricapitalizzazione avvenuta.

Occorre tuttavia ricordare che l'*advisor* finanziario ha effettuato le proprie valutazioni anche sulla base del presupposto che Fondiaria SAI si trovi in una situazione di continuità e che sia quindi in grado di proseguire la propria attività indipendentemente dalla prospettata Operazione di Integrazione.

Tale continuità sarebbe, come rilevato anche dal *management*, messa fortemente in crisi laddove la Società decidesse di non proseguire nei negoziati con il Gruppo

⁽¹⁾ Documento “11 Giu 2012 – Presentazione Indipendenti FonSAI”

² La proposta di UGF per gli azionisti di minoranza di Fondiaria SAI indica una quota pari a 27,45% che include anche le azioni proprie di Fondiaria SAI e quelle detenute dalle sue controllate. Secondo una stima preliminare, escludendo tali azioni, la quota sarebbe pari a circa 25,6% che si confronta col *range* di Citi di 28,42% – 33,14%.

Unipol, e ciò anche alla luce del rischio di amministrazione straordinaria a cui va incontro la Società stessa in caso di insuccesso del piano di risanamento presentato all'ISVAP, che – ricorda – si colloca nel contesto della prospettata Operazione di Integrazione.

Il Comitato ritiene pertanto che nel caso di specie, nel valutare la congruità dei rapporti di concambio, si debba tener conto della situazione di emergenza in cui si trova la Società, a causa della mancanza dei requisiti patrimoniali previsti dall'autorità di vigilanza.

Alla luce di ciò, ritiene che uno sconto nell'ordine del 10% rispetto all'estremo inferiore dell'intervallo preliminare indicato dall'*advisor* Citi, ancorché non rappresenti correttamente il valore della Società a ricapitalizzazione avvenuta, possa essere considerato congruo.

Ciò anche in considerazione del fatto che è dovere del Comitato tutelare gli interessi degli azionisti di minoranza i quali, di fronte al prospettato rischio di commissariamento della Società, vedrebbero fortemente ridotto il valore delle proprie partecipazioni.

In conclusione, alla luce delle considerazioni che precedono, il Comitato- con il voto contrario del dott. Bragantini- ritiene di esprimere il proprio parere favorevole in relazione alla proposta prevenuta da UGF in data 6 giugno 2012, la quale prevede che Fondiaria SAI partecipi al capitale sociale della *combined entity* in una percentuale pari al 27,45%; e ciò a condizione che il Consiglio di Amministrazione ritenga che la società versi effettivamente in una situazione di necessità e di emergenza, quale quella rappresentata dal *management*. Il Comitato – per l'insieme delle motivazioni sopra esposte - ha ritenuto infatti sussistente un interesse della Società all'accettazione della proposta pervenuta, sulla base dei termini indicati dal *management*, valutando la

convenienza e la correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti alla luce del peculiare contesto aziendale.

Il Comitato ha analizzato anche la nuova offerta presentata da Sator Capital Limited e da Palladio Finanziaria in data 8 giugno 2012.

Il Comitato rileva che la stessa, nonostante da un punto di vista finanziario sia un'offerta preferibile rispetto a quella di Unipol, è caratterizzata da un grado di incertezza troppo elevato. Infatti, come rilevato anche dal *management*, la nuova offerta di Sator e Palladio, oltre ad essere ancora subordinata allo svolgimento della *due diligence*, richiederebbe l'avvio di un nuovo *iter* di approvazione presso l'ISVAP e presupporrebbe il necessario consenso dell'azionista di riferimento di Premafin e delle banche creditrici di Premafin.

Tuttavia, considerando che esistono dei margini di incertezza anche rispetto all'operazione di integrazione con Unipol, il Comitato raccomanda al Consiglio di Amministrazione di non interrompere le trattative con Sator e Palladio.

* * * *

Si riportano di seguito le considerazioni espresse dal Dott. Bragantini a sostegno del proprio voto contrario.

Innanzitutto, il dott. Bragantini ha evidenziato l'estrema complessità e macchinosità della prospettata operazione di integrazione con Unipol, aggiungendo che, a suo avviso, è stato un errore non esplorare con più attenzione e fin da subito l'offerta pervenuta in data 9 maggio u.s. da Sator e Palladio; tale atteggiamento, secondo il Dott. Bragantini, avrebbe recato pregiudizio agli interessi di Fondiaria-SAI.

In particolare, ricordando che tra le valutazioni preliminari effettuate dagli advisor Citi e Goldman Sachs e la percentuale di partecipazione proposta ora da Unipol

vi sia un divario, negativo per Fondiaria SAI, di tre punti percentuali, il Dott. Bragantini ha rilevato che la controproposta formulata da Unipol in data 6 giugno 2012, sarebbe peggiorativa per Fondiaria SAI rispetto alla proposta già approvata dal Consiglio e rispetto alla quale egli aveva già espresso il proprio voto contrario.

Il dott. Bragantini ha quindi fatto riferimento all'urgenza con la quale il Comitato e poi il Consiglio di Amministrazione sono chiamati a pronunciarsi su una proposta ricevuta solo qualche giorno prima e, oltretutto, proprio il giorno precedente la prevista riunione dell'assemblea straordinaria di Premafin chiamata, tra le altre cose, a deliberare in merito all'aumento di capitale sociale riservato ad UGF, con la possibilità che Premafin e Unipol rivedano l'accordo sottoscritto nel gennaio 2012 o che ne stipulino uno nuovo, cambiando quindi i presupposti in base ai quali il Comitato è chiamato a formulare oggi il parere al Consiglio di Amministrazione.

Il dott. Bragantini ha invitato poi, anche alla luce delle considerazioni svolte dal dott. Cimbri nel precedente incontro in merito alle valutazioni formulate da UGF circa le ulteriori necessità di rafforzamento delle riserve sinistri di Fondiaria-Sai, a riflettere sulle motivazioni che spingono il management di Unipol a voler effettuare una fusione immediata con la Società, anziché limitarsi per il momento ad assumere il controllo di quest'ultima mediante aumento del capitale sociale di Premafin riservato a UGF e procedere alla fusione solo in un momento successivo. Quest'ultimo atteggiamento sembrerebbe – a giudizio del dott. Bragantini - da parte del management di Unipol, più prudente, visto che quest'ultimo sostiene di nutrire delle perplessità sulla consistenza patrimoniale della società che andrebbe ad incorporare.

Il dott. Bragantini, a supporto del proprio voto contrario, ha ricordato le considerazioni già svolte in passato in ordine alle minusvalenze- in particolare sui titoli strutturati- di Unipol Assicurazioni segnalate dai nostri *advisor*, ed al relativo riflesso sulla stabilità della *combined entity*. A suo avviso, poi, non è dato capire come possa

svolgersi l'operazione, se alcuni soggetti che avevano titolo, in base al contratto originario, a godere della manleva, nonché ad esercitare il recesso, non intendono rinunciarvi, il che farebbe venir meno l'esenzione dall'Opa concessa dalla Consob. Si aggiunga il peggioramento ulteriore dei rapporti di concambio ora proposti, come sopra riportato. Da ultimo, egli segnala che la proposta di UGF di cui si parla contiene un ulteriore punto a sfavore degli azionisti Fonsai, laddove modifica in senso per loro peggiorativo il trattamento del convertendo. Tale ultimo aspetto, motivato con la necessità di acquisire in proposito l'ok delle banche creditrici, si traduce in un'ulteriore, sensibile diluizione degli azionisti Fonsai.

Il dott. Bragantini, nel ribadire la propria posizione contraria alla proposta formulata da UGF, ha quindi sottolineato che la proposta di Sator e Palladio debba essere esaminata non in subordine ma in parallelo rispetto a quella formulata da UGF e che la Società dovrebbe attivarsi al più presto al fine di esplorare la praticabilità di un consorzio di garanzia alternativo, in un contesto diverso dall'integrazione con Unipol, in una situazione stand alone e tenuto anche conto dell'offerta presentata da Sator e Palladio. Da ultimo il dott. Bragantini ha ribadito la necessità di sottoscrivere con Mediobanca un *underwriting agreement* che formalizzi in maniera puntuale i termini delle intese in essere con riferimento al consorzio per l'aumento di capitale.

* * * *

Il presente, il cui testo finale viene condiviso in data 2 agosto 2012, riporta le considerazioni formulate dal Comitato in data **11 giugno 2012**.

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si porgono distinti saluti.

Dott. Salvatore Bragantini

Avv. Roberto Cappelli

Dott. Salvatore Militello

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Fondiaria SAI S.p.A.

Oggetto: parere del comitato per le operazioni con parti correlate ai sensi dei Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni significative e procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria-SAI S.p.A.

Egregi Signori,

facciamo seguito al precedente parere reso da codesto Comitato nel corso della riunione dell'11 giugno 2012 relativamente alla prospettata operazione di integrazione con il gruppo Unipol (**“Operazione di Integrazione”**), la quale in particolare prevedrebbe: (i) l'acquisizione del controllo di Premafin da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (**“UGF”**) mediante la sottoscrizione di un aumento di capitale di Premafin ad essa riservato; (ii) la successiva fusione per incorporazione in Fondiaria-SAI di Premafin Finanziaria S.p.A. (**“Premafin”**), Milano Assicurazioni S.p.A. (**“Milano Assicurazioni”**) e Unipol Assicurazioni S.p.A. (**“Fusione”**).

In particolare, in tale sede il Comitato – dopo aver esaminato la proposta formulata da UGF in data 6 giugno 2012 e le valutazioni espresse al riguardo dal *management* della Società e dagli *advisor* finanziari, aveva deliberato – a maggioranza, con il voto contrario del Dott. Bragantini – di esprimere il proprio parere favorevole in relazione a tale proposta, la quale prevede che Fondiaria-SAI partecipi al capitale sociale ordinario della *combined entity* in una percentuale pari al 27,45%; e ciò a condizione che il Consiglio di Amministrazione avesse ritenuto che la Società versi

effettivamente in una situazione di necessità e di emergenza, quale quella rappresentata dal *management*.

Successivamente a tale data, in considerazione della posizione assunta dal Collegio Sindacale della Società il quale ha richiesto al Comitato di riesaminare – nella sua nuova composizione a seguito della nomina dei consiglieri dott. Dubini e dott. Oldoini (nonché delle successive dimissioni dell'avv. Cappelli) - le deliberazioni assunte in precedenza, e su indicazione del Consiglio di Amministrazione il quale, in sede di integrazione del Comitato, ha condiviso il suggerimento pervenuto dal Collegio Sindacale, il Comitato nella sua attuale composizione si è riunito, da ultimo, in data 29 giugno 2012 al fine di riesaminare i lavori fino ad allora svolti.

Il riesame è avvenuto con l'obiettivo di assicurare l'opportuna continuità dei lavori del Comitato alla luce degli avvicendamenti nel tempo intervenuti e tenuto conto, in particolare, della circostanza che le delibere ad oggi assunte dal Consiglio di Amministrazione non hanno natura definitiva, in quanto funzionali alla prosecuzione della definizione delle condizioni dell'operazione di integrazione.

Essendo l'operazione di Fusione di competenza assembleare, infatti, il processo decisionale dell'organo amministrativo si completerà con l'approvazione del progetto di Fusione, atto rispetto al quale il Comitato sarà chiamato a formulare, secondo le vigenti disposizioni di legge e regolamentari ed in conformità a quanto previsto dai principi di comportamento adottati da Fondiaria SAI, il proprio parere definitivo.

In questo contesto, la Società ha ritenuto opportuno che il Comitato nella sua attuale composizione, che dovrà ragionevolmente esprimere il predetto parere, riesaminasse i lavori svolti e le posizioni assunte nel corso dell'iter fino ad allora svolto.

Ai fini delle proprie attività di riesame i consiglieri dott. Dubini e dott. Oldoini:

1) hanno esaminato la documentazione predisposta dall'*advisor* Citi nel corso dei mesi di maggio e giugno 2012 a supporto dei lavori del Comitato;

- 2) hanno preso atto dei verbali delle riunioni del Comitato dell'8 e 11 giugno 2012 e ripercorso i lavori precedenti;
- 3) hanno esaminato i pareri del Comitato del 17 maggio e dell'11 giugno 2012;
- 4) hanno esaminato la relazione del *management* al Consiglio di Amministrazione dell'11 giugno 2012;
- 5) hanno riesaminato i verbali del Consiglio di Amministrazione relativi all'Operazione di integrazione e, in particolare, quello dell'11 giugno 2012;
- 6) hanno ripercorso analiticamente le considerazioni svolte dal Comitato, da ultimo, nella seduta dell'11 giugno, con particolare riferimento alle ragioni che hanno motivato la decisione del Comitato di accettare la proposta di UGF del 6 giugno 2012.

All'esito del riesame, il dott. Dubini ed il dott. Oldoini hanno condiviso le conclusioni raggiunte dal Comitato, come da questo riferite al Consiglio di Amministrazione dell'11 giugno 2012.

Ciò premesso, il Comitato ha ritenuto opportuno riunirsi nuovamente in data odierna, con la presenza dell'*advisor* finanziario Citi, al fine di esaminare alcuni eventi sopravvenuti rispetto alla data dell'11 giugno 2012 per esprimere le proprie valutazioni al riguardo e, se del caso, confermare ovvero modificare le considerazioni già raggiunte con riguardo all'offerta pervenuta da UGF.

In particolare, si fa riferimento ai seguenti eventi:

- 1) in data 25 giugno 2012 UGF e Premafin hanno comunicato al mercato di aver concordato:
 - con riferimento a quanto indicato dalla Consob, con provvedimenti del 22 e 24 maggio 2012, recanti la risposta al quesito formulato da UGF in relazione al riconoscimento dell'esenzione dall'OPA obbligatoria delle varie fasi dell'Operazione di Integrazione,

- a) di modificare l'accordo di manleva sottoscritto tra UGF e Premafin in data 29 gennaio 2012 per limitarne l'operatività esclusivamente nei confronti e in favore degli amministratori e sindaci di Premafin, Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e delle rispettive controllate, in carica nel periodo 2007-2011, che non detenessero, direttamente o indirettamente, anche per il tramite di società controllate, azioni Premafin alla data del 29 gennaio 2012;
- b) di limitare il diritto di recesso, nel contesto della Fusione sicché tale diritto di recesso non spetti agli azionisti di riferimento di Premafin e ciò impregiudicata ogni futura valutazione in merito all'esclusione del diritto di recesso a tutti gli azionisti Premafin nell'ambito della Fusione;
- con riferimento alle condizioni sospensive dell'accordo del 29 gennaio 2012,
 - (i) di dare atto che determinate condizioni sospensive previste nell'accordo si intenderanno rinunziate dalle parti, subordinatamente all'avvio del periodo di sottoscrizione dell'aumento di capitale di Fondiaria SAI ovvero, se precedente, all'avvio del periodo di sottoscrizione dell'aumento di capitale di UGF, restando inteso che le attività relative alla Fusione proseguiranno senza soluzione di continuità, al fine di approvare il progetto di Fusione nei tempi tecnici strettamente necessari;
 - (ii) di riconoscere che quanto indicato nel precedente punto (i) è stato accettato da UGF
 - (a) fermo restando l'impegno in buona fede di Premafin, senza obbligo di risultato, a far sì che almeno la maggioranza degli amministratori di nomina assembleare, ancorché nominati nell'esercizio 2012, di Finadin S.p.A., Fondiaria-SAI, Milano Assicurazioni e loro controllate rilevanti rassegnino le proprie dimissioni irrevocabili dalla carica ricoperta e (b) ferma restando la condizione sospensiva di cui all'art. 3.1 punto (x) dell'accordo (dimissioni di almeno la maggioranza degli amministratori di Premafin).

- 2) In data 26 giugno 2012, il custode giudiziale delle azioni Premafin intestate direttamente ed indirettamente a "The Heritage Trust" ed a "The Ever Green Security Trust" ha richiesto a Premafin di convocare "con urgenza" un'assemblea straordinaria di Premafin per il riesame e l'eventuale revoca della delibera di aumento di capitale Premafin riservato ad UGF, assunta dall'assemblea straordinaria di Premafin in data 12 giugno 2012.
- 3) In data 28 giugno 2012 Sator e Palladio Finanziaria hanno presentato alla Società una nuova offerta di investimento, in linea con quella precedentemente formulata lo scorso 8 giugno 2012. L'offerta, valida sino al 10 agosto 2012, ferma restando la possibilità di revoca unilaterale da parte degli investitori al ricorrere di determinate condizioni, è stata integrata – come meglio si dirà più oltre – con ulteriori elementi volti ad illustrare la sostenibilità finanziaria e la convenienza economica dell'operazione.
- 4) In data 2 luglio 2012 il Consiglio di Amministrazione di Premafin, preso atto della richiesta del custode giudiziale delle azioni Premafin intestate direttamente ed indirettamente a "The Heritage Trust" ed a "The Ever Green Security Trust", ha deliberato di convocare l'assemblea straordinaria di Premafin, previa precisazione del custode che l'ordine del giorno proposto ha ad oggetto esclusivamente la revoca della delibera di aumento di capitale del 12 giugno 2012, chiarendo tuttavia che Premafin intende dare comunque esecuzione, nel rispetto degli impegni contrattualmente assunti, all'aumento di capitale deliberato dall'assemblea Premafin del 12 giugno 2012 riservato ad UGF, subordinatamente al verificarsi delle condizioni sospensive previste dall'accordo stipulato con UGF in data 29 gennaio 2012, e ciò anche nelle more della convocanda assemblea di cui sopra. Il Consiglio di Premafin ha deliberato inoltre di dar corso prontamente, e per quanto di propria competenza, alle più opportune verifiche relative all'offerta Sator Palladio del 28 giugno u.s., offerta che comunque rimane subordinata alla mancata esecuzione dell'Accordo UGF per fatti non imputabili a Premafin.

5) In data 3 luglio 2012, Premafin e Finadin hanno comunicato a Fondiaria-SAI il proprio impegno irrevocabile alla sottoscrizione delle quote di rispettiva competenza dell'aumento di capitale di Fondiaria-SAI, condizionando il proprio impegno all'avvenuta sottoscrizione da parte di UGF dell'aumento di capitale di Premafin a questa riservato, ai sensi dell'accordo stipulato tra Premafin e Unipol in data 29 gennaio 2012

Alla luce degli eventi sopra descritti, il Comitato ha formulato le seguenti valutazioni.

1. Valutazioni del Comitato

Il Comitato ha preso atto in primo luogo che l'accordo raggiunto in data 25 giugno 2012 fra Premafin e UGF, le successive deliberazioni assunte dal Consiglio di Amministrazione di Premafin in data 2 luglio 2012 e gli impegni irrevocabili di Premafin e Finadin alla sottoscrizione dell'aumento di capitale della Società confermano la concretezza dell'Operazione di Integrazione, la quale, dopo un articolato *iter* negoziale ed autorizzativo, appare a maggior ragione essere – anche alla luce degli ultimi sviluppi – l'ipotesi che garantisca le maggiori probabilità di esecuzione della necessaria ripatrimonializzazione della Società, in ottemperanza al piano di risanamento presentato all'ISVAP.

Per altro verso, il Comitato ha altresì esaminato attentamente il contenuto della nuova offerta presentata da Sator e Palladio, anche con il supporto delle analisi condotte dagli *advisor* finanziari.

Tale nuova proposta, sostanzialmente in linea con quella precedentemente formulata lo scorso 8 giugno 2012, conferma i profili di interesse dal punto di vista finanziario già in precedenza evidenziati, ed è stata integrata con ulteriori elementi relativi alla sostenibilità finanziaria.

La nuova offerta, in particolare, fornisce maggiori indicazioni in relazione alla capacità finanziaria degli investitori i quali manifestano inoltre la propria disponibilità, subordinatamente alla sottoscrizione di un accordo di investimento vincolante con la Società, a fornire una garanzia bancaria per l'importo dell'aumento di capitale di Fondiaria SAI di Euro 400 milioni che verrebbe a questi riservato in base all'operazione prospettata.

Sulla base delle analisi preliminari svolte dall'*advisor*, il ritorno sull'investimento per gli azionisti di minoranza di Fondiaria-SAI nelle proposte UGF, da un lato e Sator e Palladio, dall'altro, risulterebbero potenzialmente molto simili, qualora si assumano – tra le altre – le seguenti ipotesi: i) aumento di capitale di importo pari Euro 1,1 miliardi in entrambe i casi (sia per la proposta UGF che per quella Sator / Palladio, ossia in eccesso rispetto alla soglia minima di Euro 800 milioni previsto dalla proposta Sator Palladio; ciò al fine di rendere le due proposte comparabili e coerenti con quanto già deliberato da Fondiaria-SAI e approvato da ISVAP); ii) sinergie derivanti dall'operazione con UGF di anche solo Euro 160 milioni lordi a regime (pari a circa metà delle sinergie stimate da UGF).

Sempre sulla base delle analisi preliminari svolte dall'*advisor*, il ritorno sull'investimento per gli azionisti di minoranza di Fondiaria-SAI risulterebbe invece potenzialmente migliore nella proposta di Sator e Palladio rispetto a quella di UGF per importi di aumento di capitale inferiore a Euro 1,1 miliardi e / o di sinergie derivanti dall'operazione con UGF inferiori alla soglia di Euro 160 milioni lordi a regime.

Il Comitato, sentite le analisi dell'*advisor*, ha inoltre preso atto del contenuto della *opinion* rilasciata dall'*advisor* Vitale e Associati, allegata all'offerta presentata da Sator e Palladio e dell'opinione espressa dal Prof. Cattaneo nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione del 2 luglio 2012.

Ciò posto, il Comitato ha per altro verso evidenziato che permangono allo stato attuale una serie di evidenti incertezze, già in passato oggetto di analisi, legate alla proposta presentata da Sator e Palladio. In particolare:

- la ricapitalizzazione complessiva prevista, sebbene non determinata nel suo importo effettivo, appare inferiore rispetto all'importo di Euro 1,1 miliardi quantificato dal Consiglio di Amministrazione e non consentirebbe dunque il raggiungimento del medesimo obiettivo di *solvency ratio*; si osserva, pertanto, come l'importo menzionato di Euro 800 milioni sarebbe sufficiente a raggiungere un margine di solvibilità coerente con le linee guida approvate dal Consiglio d'Amministrazione del 120% sulla base dei dati della trimestrale e delle proiezioni di *budget* 2012; ne consegue pertanto che la proposta di Sator e Palladio presupporrebbe una revisione da parte del Consiglio di Amministrazione della dimensione dell'aumento di capitale;
- la proposta richiederebbe l'avvio di un nuovo e diverso *iter* di approvazione presso l'ISVAP che, dall'altro lato, ha già espresso il proprio parere favorevole alla proposta UGF;
- la proposta presuppone il necessario consenso dell'azionista di riferimento Premafin vista la necessità di approvazione da parte dell'assemblea straordinaria, con il voto favorevole di più del 50% del capitale sociale, dell'aumento di capitale da riservare alla sottoscrizione degli investitori. In proposito, come evidenziato, il Consiglio di Amministrazione di Premafin in data 2 luglio 2012 ha comunicato l'intenzione di procedere con l'esecuzione dell'aumento di capitale riservato a

Premafin deliberato dall'assemblea del 12 giugno u.s., deliberando altresì di avviare le più opportune verifiche relative all'offerta Sator Palladio del 28 giugno u.s., ritenendola comunque “*subordinata alla mancata esecuzione dell'Accordo UGF per fatti non imputabili a Premafin*”.

Peraltro, il Comitato osserva che – al fine di verificare la possibilità di superare tali incertezze – il Consiglio di Amministrazione, con il parere favorevole del Comitato, si è prontamente attivato, fin dal ricevimento della prima proposta di investimento formulata dagli investitori, per poter verificare l'esistenza dei presupposti di percorribilità di tale ipotesi, cercando in tal senso di avviare contatti negoziali con gli stessi investitori. In tale prospettiva, successivamente alla riunione del Comitato dell'11 giugno u.s., il *management* ha inviato in data 13 giugno 2012 una lettera indirizzata a Sator e Palladio in cui invitava le controparti ad avviare un negoziato, previa sottoscrizione di un accordo di riservatezza, sui tempi e le modalità dell'operazione, chiedendo di poter svolgere alcune verifiche di *due diligence* volte ad acquisire formale evidenza della disponibilità, negli stretti tempi previsti per l'operazione, dei fondi necessari per l'esecuzione dell'operazione, nonché ad acquisire informazioni sugli assetti azionari e di *governance* attesi *post* operazione al fine di meglio comprendere e valutare l'operazione sotto il profilo autorizzativo.

A tale lettera, Sator e Palladio hanno replicato in data 14 giugno 2012, rilevando fra l'altro, che la lettera del 13 giugno non costituiva un'accettazione della loro offerta, ma una “*diversa proposta, non in linea con gli elementi essenziali dell'Offerta*”, e che detta comunicazione è pervenuta il giorno successivo alla deliberazione dell'assemblea di Premafin dell'aumento di capitale riservato ad UGF, nonché successivamente alla sottoscrizione da parte di Premafin e delle banche sue creditrici di un accordo di

ristrutturazione dei debiti subordinato al buon esito del progetto di integrazione con il Gruppo Unipol.

Sul punto, il Comitato osserva altresì che l'offerta di Sator e Palladio non ha potuto essere ulteriormente approfondita anche in considerazione del fatto che gli investitori non hanno manifestato la propria disponibilità a sottoscrivere l'accordo di riservatezza proposto dalla Società. Nella lettera del 14 giugno u.s., gli investitori hanno rappresentato di non voler *“sottoscrivere accordi di riservatezza che includano clausole diverse e ulteriori rispetto a quelle standard, usualmente utilizzate ai fini dello svolgimento di un'attività preliminare di due diligence, consistenti esclusivamente nell'impegno alla non divulgazione delle informazioni ed al trattamento confidenziale delle stesse”*. Ciò, ad avviso del dott. Bragantini, in relazione al fatto che la bozza di accordo proposta con la lettera del 13 giugno u.s. inviata da Fondiaria SAI escludeva espressamente l'utilizzo delle informazioni acquisite in contesti diversi dall'attività di *due diligence*, *“quali, a mero a titolo esemplificativo eventuali controversie tra le Parti a titolo diverso dall'interpretazione ed esecuzione del presente Accordo”*.

A tale ultimo riguardo, il dott. Dubini ha per altro verso rilevato come la bozza di accordo di riservatezza proposta da Fondiaria SAI contenesse a suo avviso previsioni standard per simili tipologie di operazioni e che la precisazione relativa ai limiti di utilizzo delle informazioni riservate citata dal dott. Bragantini – limitandosi a specificare ciò che sarebbe stato comunque implicito nella clausola stessa – si giustificava alla luce delle censure più volte formalmente espresse dai due investitori in relazione all'operato della Società.

Per tale ragione, ad avviso del dott. Dubini, la mancata disponibilità da parte di Sator Palladio a sottoscrivere l'accordo di riservatezza non risulta giustificabile, non dovendosi pertanto ritenere imputabile a Fondiaria SAI il mancato avvio di un vero e serio negoziato sulla proposta formulata dagli investitori.

Quanto precede evidenzia, a giudizio del Comitato, che l'offerta di Sator e Palladio – anche nella sua nuova formulazione – continui a presentare elementi di incertezza circa la sua effettiva percorribilità sotto il profilo negoziale, autorizzativo e deliberativo. In altre parole, ad avviso del Comitato, l'accettazione da parte di Fondiaria SAI della proposta nei termini formulati dagli investitori – e dunque senza i correttivi richiesti dalla Società - esporrebbe la Società stessa a rischi inaccettabili.

Diversamente, i recenti eventi intercorsi hanno determinato significativi passi avanti nel complesso *iter* che dovrebbe condurre all'esecuzione dell'Operazione di Integrazione, che – sebbene presenti alcuni residui aspetti di incertezza – pare ad oggi maggiormente concreta rispetto alla situazione analizzata dal Comitato nel corso della precedente riunione dell'11 giugno 2012.

2. Conclusioni

In conclusione, il Comitato a maggioranza, con il voto contrario del dott. Bragantini, delibera di confermare le motivazioni e le conclusioni contenute nel parere reso in data 11 giugno 2012 così come riportate nel testo allegato al presente *sub Allegato 1*.

In aggiunta, sulla base delle considerazioni che precedono e tenuto conto degli eventi sopravvenuti rispetto alla data dell'11 giugno 2012, il Comitato a maggioranza – con il voto contrario del dott. Bragantini – ritiene che le motivazioni che hanno portato il Comitato ad esprimere il proprio parere dell'11 giugno u.s. trovino conferma in relazione alle circostanze sopravvenute e ritiene, anche alla luce di queste ultime, di confermare le conclusioni precedentemente formulate.

In particolare, il Comitato esprime a maggioranza, con il voto contrario del dott. Bragantini, il proprio parere favorevole in relazione alla proposta prevenuta da UGF in data 6 giugno 2012, la quale prevede che Fondiaria-SAI partecipi al capitale sociale ordinario della *combined entity* in una percentuale pari al 27,45%, preso atto che il

Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che la Società versa effettivamente in una situazione di necessità e di emergenza.

Premesso quanto sopra, il Comitato ritiene sussistente l'interesse della Società a procedere nell'ulteriore definizione e negoziazione - sulla base della predetta quota di partecipazione - dell'Operazione di Integrazione, ritenendo in particolare di poter affermare che, alla luce del peculiare contesto aziendale, l'Operazione risponda a criteri di convenienza e correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti .

Per quanto riguarda l'offerta da ultimo presentata da Sator e Palladio in data 28 giugno 2012, il Comitato ritiene che la stessa - pur presentando i più volte evidenziati profili di interesse dal punto di vista finanziario - è tuttora caratterizzata da un grado di incertezza elevato.

Tuttavia, anche tenuto conto della posizione assunta dal Consiglio di Premafin che ha deliberato di avviare le opportune verifiche relative all'offerta, ritenendola comunque subordinata alla mancata esecuzione dell'Accordo UGF, il Comitato raccomanda al Consiglio di Amministrazione di proseguire con le attività volte a verificare la percorribilità dell'ipotesi alternativa nell'eventualità in cui, per qualsiasi ragione, non dovesse essere data esecuzione all'Operazione di Integrazione.

Di seguito si riportano le considerazioni del dott. Bragantini a supporto del voto contrario espresso.

“La decisione di esprimere il voto contrario è determinata, oltre che dai motivi fondamentali già in passato adottati, dal fatto che non sono stati adeguatamente considerati i seguenti ulteriori elementi:

- il mancato conferimento da parte di UGF alla *combined entity* delle compagnie assicurative UniSalute, Linear e Arca;
- il rilevante effetto diluitivo legato al diverso trattamento del prestito convertendo rispetto a quanto contenuto nella proposta di Fondiaria-SAI;

- le notizie di stampa odierne su rilevanti sottoriservazioni di Unipol che l'Isvap avrebbe chiesto vengano riflesse nella relazione semestrale al 30 giugno 2012;
- il mancato chiarimento in ordine alle modalità di realizzazione dell'operazione, alla luce delle comunicazioni di alcuni azionisti di Premafin in merito alla permanenza della manleva e del diritto di recesso.

Nel frattempo, sono stati persi due mesi in defatiganti pre-negoziati con Sator e Palladio Finanziaria che non hanno consentito di entrare nel merito dell'offerta pur ritenuta dal Comitato, nelle sue precedenti riunioni, finanziariamente più conveniente per gli azionisti di minoranza di Fonsai”.

Il Comitato, pur tenendo in considerazione le valutazioni formulate dal Dott. Bragantini, ha ritenuto di confermare il proprio parere. In proposito, con riferimento all'esclusione dal perimetro dell'Operazione di Integrazione delle altre compagnie assicurative controllate da UGF (e precisamente Linear, UniSalute e Arca), il Comitato ritiene di condividere le considerazioni formulate dal *management* della Società il quale ha osservato che la mancata inclusione di dette compagnie nella prospettata integrazione, non controllate da Unipol Assicurazioni, era prevista già nell'accordo del 29 gennaio 2012, di cui la Società non è parte e a valle del quale la Società stessa ha operato le proprie valutazioni, anche in ordine alla valenza industriale dell'integrazione prospettata.

* * * *

Il presente, il cui testo finale viene condiviso in data 2 agosto 2012, riporta le considerazioni formulate dal Comitato in data **5 luglio 2012**.

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si
porgono distinti saluti.

Dott. Salvatore Bragantini

Dott. Nicolò Dubini

Dott. Salvatore Militello

Dott. Giorgio Oldoini

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione
di Fondiaria SAI S.p.A.

Oggetto: parere del comitato per le operazioni con parti correlate ai sensi dei Principi di Comportamento per l'effettuazione di operazioni significative e procedure per l'effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria SAI S.p.A.

Egregi Signori,

facciamo seguito alle comunicazioni dell'Amministratore Delegato e del Direttore Generale di Fondiaria SAI S.p.A. ("**Fondiaria SAI**" o "**Società**") ricevute in data odierna dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "**Comitato**") in relazione (i) alla costituzione del consorzio di garanzia per l'aumento di capitale di Fondiaria SAI deliberato dall'Assemblea Straordinaria del 19 marzo 2012 e confermato dall'Assemblea Straordinaria del 27 giugno 2012 ("**Aumento di Capitale**"); (ii) al prospettato impegno di sottoscrizione che verrebbe assunto, nell'ambito dell'Aumento di Capitale, da parte di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**UGF**").

In particolare, secondo quanto riferito dal *management* della Società, è in fase di costituzione il consorzio di garanzia promosso da Mediobanca per l'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale di Fondiaria SAI. L'elenco, presumibilmente definitivo, degli istituti che faranno parte - in qualità di *Joint Global Coordinators* e *Joint Bookrunners*, - del consorzio di garanzia per l'Aumento di Capitale è il seguente: Barclays Bank, Credit Suisse, Deutsche Bank, Mediobanca, Nomura, UBS e UniCredit Bank AG *Milan Branch* ("**Unicredit Bank Milano**").

UniCredit Bank Milano è una società controllata da Unicredit S.p.A., la quale a sua volta - come si dirà meglio più avanti – è parte correlata della Società in quanto soggetto che esercita una “influenza notevole” su Fondiaria SAI in virtù del patto parasociale stipulato con la controllante Premafin (ancorché, come si dirà, tale patto è in corso di scioglimento). Sebbene UniCredit Bank Milano, in quanto società controllata da una parte correlata, non debba a rigore essere considerata a sua volta parte correlata di Fondiaria SAI, il *management* ha ritenuto opportuno, prudenzialmente e per massima trasparenza, sottoporre alla procedura prevista per le operazioni con parti correlate l’esame delle condizioni in base alle quali verrebbe costituito il consorzio di garanzia.

In aggiunta, ci è stato riferito che negli ultimi giorni è emersa la disponibilità da parte di UGF ad assumere un impegno di sottoscrizione in relazione alle azioni di risparmio di categoria B che, all’esito dell’offerta in opzione dell’Aumento di Capitale, dovessero rimanere inoprate.

Al riguardo, il *management* ha ritenuto opportuno, quantomeno a scopo prudenziale, adottare la procedura per operazioni con parti correlate anche con riferimento all’esame delle condizioni in base alle quali verrebbe assunto tale impegno di sottoscrizione, in ragione del fatto che UGF – come meglio si dirà in seguito - nel contesto del più ampio progetto di integrazione con il Gruppo Unipol, si pone come “potenziale” futuro soggetto controllante di Fondiaria SAI.

Le operazioni sopra descritte (assunzione degli impegni di garanzia da parte di Unicredit Bank Milano nell’ambito del consorzio, e assunzione dell’impegno di sottoscrizione da parte di UGF), costituirebbero a rigore operazioni di “minore rilevanza”, ai sensi dei Principi di Comportamento per l’effettuazione di operazioni significative e procedure per l’effettuazione di operazioni con parti correlate del Gruppo Fondiaria SAI S.p.A. (**“Principi di Comportamento”**), in quanto il controvalore previsto delle commissioni (di cui si dirà meglio in seguito) da riconoscere per

l'assunzione dei richiamati impegni non eccede le soglie di rilevanza indicate nei Principi di Comportamento.

In ogni caso, tenuto conto del collegamento esistente fra l'operazione di ricapitalizzazione di Fondiaria SAI (e il connesso impegno di garanzia di UGF) e la complessiva operazione d'integrazione con il Gruppo Unipol, il *management* ha ritenuto opportuno, a scopo prudenziale, che anche il parere in relazione all'approvazione delle suddette operazioni fosse espresso dal Comitato nominato in relazione all'operazione di integrazione con il Gruppo Unipol e non dal Comitato per il Controllo Interno, e che a tale parere fosse attribuita natura vincolante.

1. Descrizione dell'operazione

Secondo quanto riferito dal *management*, è previsto che entro il giorno antecedente l'avvio dell'offerta relativa all'Aumento di Capitale venga sottoscritto un contratto di garanzia (il “**Contratto di Garanzia**”) che conterrà, tra l'altro, l'impegno dei componenti del consorzio di garanzia a garantire, secondo la migliore prassi di mercato per operazioni simili, disgiuntamente tra loro e senza alcun vincolo di solidarietà, la sottoscrizione delle azioni Fondiaria SAI in numero corrispondente ai diritti di opzione che risultassero eventualmente non esercitati dopo l'offerta in Borsa dell'Aumento di Capitale, al netto delle azioni oggetto degli impegni di sottoscrizione già assunti da parte di Premafin e Finadin (e, come si dirà meglio in seguito, da parte di Unipol).

Secondo quanto riferito dal *management*, il Contratto di Garanzia attualmente in corso di finalizzazione avrà un contenuto in linea con la migliore prassi di mercato per operazioni simili e comprenderà, tra l'altro, clausole che diano la facoltà ai *joint global coordinators* di revocare l'impegno di garanzia dei garanti ovvero clausole che abbiano l'effetto di fare cessare l'efficacia di detto impegno, al ricorrere, *inter alia*, di eventi straordinari relativi alla Società e/o al Gruppo e/o al mercato che possano pregiudicare il buon esito dell'operazione o sconsigliarne l'avvio o la prosecuzione

(quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, il ricorrere di un c.d. “*material adverse change*” o di una “forza maggiore”), o al verificarsi di violazioni da parte della Società degli impegni assunti o delle garanzie rilasciate nel Contratto di Garanzia.

Inoltre, il Contratto di Garanzia prevederà tra l’altro che i garanti abbiano, a loro esclusivo e insindacabile giudizio, facoltà di recedere dal Contratto di Garanzia medesimo e dall’impegno di garanzia nel caso in cui venga meno, per qualsiasi causa o evento, l’aumento di capitale di UGF e/o il contratto di garanzia relativo all’aumento di capitale di UGF, ovvero qualora, prima della chiusura dell’aumento di capitale Fondiaria SAI, si verifichino circostanze o eventi, di qualsiasi natura essi siano, che, secondo il giudizio in buona fede dei garanti, siano tali da pregiudicare l’implementazione del progetto di integrazione con il Gruppo Unipol.

Anche in considerazione dei rilievi espressi da alcuni consiglieri, che hanno lamentato la presunta non conformità alla prassi di mercato di alcune delle clausole del Contratto di Garanzia, la Società ha provveduto ad acquisire un’analisi di un consulente legale internazionale, il quale ha confermato che - tenendo in considerazione la limitata leva negoziale della Società alla luce del contesto societario e dell’attuale contesto di mercato – le previsioni contenute nel contratto di garanzia non si distaccano significativamente dalla prassi di mercato per contratti di garanzia sottoscritti nell’ambito di operazioni comparabili.

Il Contratto di Garanzia prevede il riconoscimento di una commissione pari al 4,8% del controvalore del rischio di mercato complessivamente assunto dal consorzio. Inoltre, al consorzio di garanzia sarà corrisposta un’ulteriore commissione “*flat*”, che sarà presumibilmente definita “commissione di incentivo” pari a massimi Euro 24 milioni, corrispondente al massimo al 2,18% circa del controvalore complessivo dell’offerta. Al riguardo, il *management* ha precisato che – sulla base delle intese ad oggi raggiunte – a Mediobanca e ad Unicredit Bank Milano verrebbe riconosciuta solamente la commissione del 4,8% e non anche la predetta commissione di incentivo.

Ciò posto, ci è stato riferito che nel corso delle discussioni relative alla stipula del Contratto di Garanzia, le banche che hanno manifestato la propria disponibilità a partecipare al consorzio hanno rappresentato la difficoltà ad assumere impegni di sottoscrizione con riferimento all'emissione delle nuove azioni di risparmio di categoria B che verranno offerte in opzione agli attuali titolari di azioni di risparmio di categoria A. Ciò in considerazione delle particolari caratteristiche dello strumento, che costituisce una nuova categoria di azioni rispetto a quelle già in circolazione e che potrebbe presentare maggiori difficoltà di collocamento. Si aggiunga che le azioni di risparmio sono per loro natura meno liquide e quindi la relativa assunzione di rischio può risultare più onerosa per le banche del consorzio.

A tal riguardo, negli ultimi giorni è emersa, come accennato, la disponibilità da parte di UGF ad assumere un impegno di sottoscrizione in relazione alle azioni di risparmio di categoria B che, all'esito dell'offerta in opzione, dovessero rimanere inoptate.

Più in particolare, ci è stato riferito che UGF ha manifestato la propria disponibilità ad assumere un impegno irrevocabile a sottoscrivere integralmente le azioni di categoria B eventualmente rimaste inoptate ad esito dell'offerta in Borsa dell'Aumento di Capitale, sino ad un ammontare massimo di complessive n. 321.762.672 azioni di categoria B e per un controvalore massimo di Euro 181.795.909,68 (l'“**Impegno di UGF**”).

L'Impegno di UGF prevederebbe il riconoscimento di una commissione complessiva pari al 4,80% del controvalore massimo delle azioni di risparmio di categoria B da sottoscrivere e, quindi, a circa Euro 8,75 milioni complessivi. Tale percentuale coincide con la percentuale già negoziata con le banche partecipanti al consorzio di garanzia, mentre non è previsto il riconoscimento ad UGF dell'ulteriore commissione di incentivo che sarà prevista nel Contratto di Garanzia.

L'Impegno di UGF si dovrà ritenere risolto automaticamente a seguito del venir meno, per qualsiasi causa o evento, dell'aumento di capitale di Fondiaria SAI e/o dell'aumento di capitale di UGF e/o dei relativi contratti di garanzia. In tal caso, Fondiaria SAI non avrà diritto ad alcuna somma e/o ad alcun risarcimento e/o indennizzo a qualsivoglia titolo da parte di UGF.

UGF ha rappresentato che il proprio impegno di sottoscrizione avverrà attraverso l'utilizzo di risorse finanziarie già disponibili e non con i proventi dell'aumento di capitale di UGF. UGF ha anche precisato che detto impegno non avrà impatti sugli ulteriori impegni assunti dalla stessa UGF, ivi inclusa l'esecuzione dell'aumento di capitale di Unipol Assicurazioni, da realizzarsi nell'ambito del progetto di integrazione con il gruppo Unipol.

L'Impegno di UGF verrebbe formalizzato in tempo utile rispetto alla sottoscrizione del Contratto di Garanzia, a sua volta prevista prima dell'avvio dell'offerta in opzione.

Il *management* ha precisato che la bozza di prospetto informativo depositata presso la Consob già riflette tale previsto impegno, pur essendo stato precisato, in sede di deposito, che le condizioni finali del consorzio sono ancora in via di definizione e che verranno rese note attraverso apposito comunicato stampa. Allo stesso modo, la bozza di prospetto indica che l'esecuzione dell'impegno avverrebbe attraverso l'utilizzo di risorse finanziarie già disponibili. Ci è stato rappresentato che indicazioni coerenti saranno contenute anche nel prospetto informativo relativo all'aumento di capitale di UGF.

Ciò premesso, si riepilogano di seguito i costi complessivi che, secondo quanto riferito dal *management*, la Società sopporterebbe in relazione alla garanzia dell'Aumento di Capitale.

Il costo totale della commissione riconosciuta alle banche e ad UGF sul rischio mercato (pari ad Euro 759 milioni, calcolato come controvalore complessivo – 1,1

miliardi di Euro - al netto degli impegni di sottoscrizione di Premafin e Finadin) sarebbe pari al 7,96%, comprensivo della *flat fee* di massimi Euro 24 milioni. Tale *flat fee* andrebbe, ad avviso del consorzio, correttamente parametrata, per la sua natura, al controvalore totale dell'operazione, rispetto al quale rappresenta un massimo del 2,18%. Sempre parametrize al controvalore totale dell'operazione, le commissioni totali ammonterebbero al 5,49% di detto controvalore.

A seguito di una specifica richiesta di chiarimento formulata dal Comitato, il *management* ha inoltre precisato che, nell'ambito dell'aumento di capitale eseguito nel corso del 2011 dalla Società, i costi complessivi sostenuti da Fondiaria SAI in relazione al consorzio di garanzia sono stati pari a 6,17%. Il *management* ha quindi chiarito che, rispetto all'operazione eseguita lo scorso anno, i maggiori costi per l'acquisizione della garanzia di sottoscrizione troverebbero le loro ragioni nel peculiare contesto aziendale e di mercato, e nel conseguente maggior profilo di rischio connesso all'operazione di ricapitalizzazione.

Alla luce di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione sarà oggi chiamato ad esaminare, nell'ambito dell'esame dello stato di avanzamento delle trattative relative ai più ampi impegni di sottoscrizione e garanzia funzionali all'operazione di aumento di capitale, anche il riconoscimento ad UGF di commissioni in relazione a detto impegno di sottoscrizione. Si proporrà di dare mandato all'Amministratore Delegato ed al Direttore Generale di procedere alla definizione ultima del Contratto di Garanzia e del predetto impegno di UGF, a condizioni in linea con quelle esaminate dal Comitato e dal Consiglio (e comunque non peggiorative per la Società per quanto riguarda, specificamente, l'impegno di UGF).

2. Descrizione della natura della correlazione con le controparti

Come accennato, fra le banche che hanno manifestato la propria disponibilità a partecipare al consorzio di garanzia per l'Aumento di Capitale rientra anche UniCredit Bank Milano, controllata di Unicredit S.p.A..

Unicredit S.p.A. è una parte correlata della Società in quanto soggetto che esercita una “influenza notevole” sulla Società in virtù del patto parasociale stipulato in data 8 luglio 2011 con la controllante Premafin (“**Patto Parasociale**”) che le attribuisce, fra l’altro, il diritto di designare tre componenti del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI.

Peraltro, si segnala che in data 9 luglio 2012 Unicredit e Premafin hanno reso noto di aver perfezionato – nell’ambito del progetto di integrazione con il Gruppo Unipol - un accordo con il quale le parti hanno convenuto di risolvere il patto parasociale, condizionatamente all’avvenuta sottoscrizione da parte di UGF dell’aumento di capitale Premafin. Con la risoluzione del Patto Parasociale, Unicredit si è impegnata inoltre a far sì che, contestualmente alla data di sottoscrizione dell’aumento di capitale Premafin riservato ad UGF, i componenti del consiglio di amministrazione di Fondiaria SAI attualmente in carica designati da Unicredit in virtù del Patto Parasociale si dimettano dalla carica con efficacia da tale data.

Sebbene UniCredit Bank Milano, in quanto società controllata da una parte correlata, non debba a rigore essere considerata a sua volta parte correlata di Fondiaria SAI - e nonostante lo scioglimento in corso del Patto Parasociale anzidetto - il *management* ha ritenuto opportuno, in via cautelativa, sottoporre preventivamente al Comitato l’esame delle condizioni definitive in base alle quali verrebbe costituito il consorzio di garanzia.

In aggiunta, in linea con quanto già affermato dal Comitato nel precedente parere reso in data 17 maggio 2012, si è ritenuto opportuno, quantomeno a scopo prudenziale, considerare UGF quale parte correlata della Società ai sensi dei Principi di Comportamento.

Ciò in considerazione del fatto che, nell’ambito della prospettata operazione di integrazione con il Gruppo Unipol UGF (i) verrebbe ad acquisire dapprima il controllo di diritto di Premafin per effetto della sottoscrizione dell’aumento di capitale ad essa

riservato e così, indirettamente, il controllo di fatto di Fondiaria-SAI; e (ii) successivamente all'esecuzione della fusione per incorporazione in Fondiaria SAI di Premafin, Milano Assicurazioni e Unipol Assicurazioni, acquisirebbe il controllo di diritto della nuova entità risultante dall'integrazione.

3. Valutazione del *management* in relazione all'interesse della Società al compimento delle operazioni

Il *management* ha evidenziato l'indubbio interesse della Società a che l'Aumento di Capitale – che risponde come noto ad esigenze di ripatrimonializzazione ai fini della ricostituzione del margine di solvibilità – sia integralmente sottoscritto.

Nel valutare l'Impegno di UGF, il *management* ha inoltre sottolineato la posizione espressa dalle banche partecipanti al consorzio di garanzia in ordine alla difficoltà a garantire la sottoscrizione delle azioni di risparmio di categoria B di nuova emissione. La Società ha dunque uno specifico interesse ad acquisire tale impegno di sottoscrizione, che non risulterebbe analogamente garantito dal consorzio di garanzia.

Quanto alle condizioni economiche, il *management* ha evidenziato che, nel valutare la congruità della commissione da riconoscere ad UGF, andrebbe considerata, per un verso, la ricordata minore liquidità delle azioni di risparmio di categoria B – elemento che porta inevitabilmente ad incrementare il costo della garanzia - e, per altro verso, il merito di credito di UGF (società non bancaria) necessariamente inferiore rispetto a quello degli istituti parte del consorzio di garanzia.

In tale prospettiva, il *management* ha osservato che la commissione che verrebbe riconosciuta ad UGF (4,8%) sarebbe pari alla commissione originariamente negoziata con Mediobanca nell'accordo per l'organizzazione del consorzio di garanzia, e inferiore al costo medio di garanzia del rischio mercato calcolato tenendo conto della *flat fee* (7,96%) e, a maggior ragione, al costo medio della garanzia fornita dalle banche (8,96%).

4. Valutazioni del Comitato e conclusioni

Alla luce delle considerazioni che precedono e tenuto conto della documentazione esaminata, il Comitato è chiamato ad esprimere il proprio parere in relazione alle condizioni economiche del Contratto di Garanzia, con particolare riguardo alla posizione di UniCredit Bank Milano, e all'entità delle commissioni da riconoscere ad UGF in relazione all'Impegno di UGF.

In via preliminare il Comitato, in linea con la posizione assunta dal *management*, ritiene che la sottoscrizione del Contratto di Garanzia e l'assunzione dell'Impegno di UGF – essendo volti ad assicurare l'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale deliberato dalla Società in esecuzione del piano di risanamento presentato all'ISVAP - risultano pienamente rispondenti all'interesse della Società al completamento della necessaria ripatrimonializzazione.

Sotto il profilo delle condizioni economiche sulla base delle quali tali impegni verrebbero assunti, il Comitato ha preso atto che la commissione che verrebbe riconosciuta a UniCredit Bank Milano (4,8%) è pari alla commissione originariamente negoziata con Mediobanca nell'accordo per l'organizzazione del consorzio di garanzia, mentre - secondo quanto riferito dal *management* - ad UniCredit Bank Milano non spetterebbe invece l'ulteriore commissione di incentivo, pari a massimi Euro 24 milioni, corrispondente al massimo al 2,18% circa del controvalore complessivo dell'offerta.

Tale commissione di incentivo verrebbe infatti attribuita ai soli istituti stranieri parte del consorzio di garanzia (ad eccezione, come detto, della UniCredit Bank Milano). Ciò, ad avviso del Comitato, è peraltro sintomo del peculiare contesto di mercato, in cui gli operatori stranieri avvertono con particolare attenzione il “rischio Italia”.

Non si ravvisa pertanto un trattamento più favorevole riservato a UniCredit Bank Milano rispetto alle condizioni negoziate dalla Società con gli altri istituti parte del consorzio di garanzia.

Per altro verso, con riferimento alle commissioni da riconoscere nell'ambito dell'Impegno di UGF, il Comitato ha preso atto che, anche in questo caso, la Società sarebbe tenuta a corrispondere a UGF, quale corrispettivo per l'impegno di sottoscrizione, la medesima commissione del 4,8%.

Come evidenziato dal *management*, l'Impegno di UGF assicurerebbe l'integrale sottoscrizione delle azioni di risparmio di categoria B emesse nel contesto dell'Aumento di Capitale, impegno che, allo stato, le banche partecipanti al consorzio di garanzia non si sono dichiarate disponibili ad assumere. In proposito, il Comitato ha sottolineato come il rischio che, all'esito dell'offerta in opzione, vi siano azioni di risparmio di categoria B rimaste inoprate è molto elevato.

Quanto evidenziato dal *management*, trova peraltro corrispondenza nell'analisi preliminare condotta dall'advisor del Comitato Citi, che ha sottolineato i seguenti aspetti:

1. la commissione di garanzia richiesta da UGF risulta pari al 4,8%, in linea con la commissione complessiva negoziata con il consorzio di garanzia e non inclusiva dell'aggiuntiva commissione di incentivo pari a 2,18% accordata alle stesse banche;
2. l'operazione di ricapitalizzazione di Fondiaria SAI è caratterizzata da tratti di evidente unicità rispetto alle operazioni susseguitesì nel mercato negli ultimi anni, sia in quanto parte della più ampia operazione di integrazione con Unipol sia in quanto caratterizzata da una dimensione ben superiore all'attuale valore di mercato della Società; gli elementi di cui sopra, unitamente alla difficile situazione in cui versa la Società, rendono concreta la possibilità che si registrino significative quote di azioni rimaste non sottoscritte al termine dell'offerta in opzione dell'Aumento di Capitale;

3. le banche del consorzio hanno manifestato la propria indisponibilità ad assumere impegni di sottoscrizione con riferimento all'emissione delle nuove azioni di risparmio di categoria B, che per le proprie caratteristiche potrebbero presentare maggiori difficoltà di collocamento.

In considerazione di tutto quanto precede il Comitato - all'unanimità dei presenti, con l'assenza del dott. Salvatore Bragantini, il quale collegato telefonicamente alla prima parte della riunione è risultato non più in linea al momento delle approvazione delle conclusioni, nonostante diversi tentativi di ripristinare il collegamento telefonico - tenuto conto:

- dell'analisi fornita dal *management* della Società e del contenuto della nota illustrativa da questo predisposta;
- delle valutazioni espresse dall'advisor Citi;
- dell'indubbio interesse della Società a veder garantita l'integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale;
- del peculiare contesto aziendale e delle attuali condizioni di mercato in cui l'operazione di ricapitalizzazione si colloca;

delibera di esprimere il proprio parere favorevole in relazione all'interesse della Società alla sottoscrizione del Contratto di Garanzia e all'assunzione dell'Impegno di UGF, nonché in relazione alla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni economiche ivi previste.

* * * *

Il presente, il cui testo finale viene condiviso in data 2 agosto 2012, riporta le considerazioni formulate dal Comitato in data **11 luglio 2012**.

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si
porgono distinti saluti.

Dott. Salvatore Bragantini

Dott. Nicolò Dubini

Dott. Salvatore Militello

Dott. Giorgio Oldoini

19 dicembre 2012

Relazione agli Amministratori Indipendenti di FonSAI

STRETTAMENTE CONFIDENZIALE

Indice

1. Oggetto dell'Incarico di Citi	1
2. Finalità della Relazione	1
3. Riepilogo dei Termini dell'Operazione	3
4. Approccio Valutativo e Metodologie	3
5. Limitazioni	7
6. Sintesi dei Risultati e Conclusioni	8

1. Oggetto dell'Incarico di Citi

Con la presente relazione (la "Relazione") Citigroup Global Markets Limited ("Citi") è lieta di condividere con i membri del Comitato degli Amministratori Indipendenti (il "Comitato" o gli "Amministratori Indipendenti") di Fondiaria-SAI S.p.A. ("FonSAI") i risultati, ad oggi, delle analisi finanziarie condotte in relazione alle operazioni previste ai sensi dell'accordo datato 29 gennaio 2012 tra Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("UGF") e Premafin Finanziaria S.p.A. Holding di Partecipazioni ("Premafin") (l'"Accordo").

L'Accordo prevede una serie di operazioni tra loro interconnesse, inclusa l'attuazione degli aumenti di capitale di FonSAI e UGF e la fusione per incorporazione di Unipol Assicurazioni S.p.A. ("Unipol"), Milano Assicurazioni S.p.A. ("Milano") e Premafin in FonSAI (ai fini della presente Relazione, le prospettate fusioni sono di seguito congiuntamente definite l'"Operazione"; le società coinvolte nell'Operazione sono di seguito congiuntamente definite "le Società"; la società che deriva dalla prospettata Operazione è di seguito definita "UniSAI").

L'incarico di Citi è disciplinato da un contratto in data 13 aprile 2012 con il quale FonSAI ha incaricato Citi di fornire servizi di *advisory* finanziaria al Comitato di FonSAI e a FonSAI nell'ambito dell'Operazione.

In particolare, il parere di Citi è stato richiesto in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di FonSAI diversi da Premafin, del corrispettivo da ricevere da parte di FonSAI come società incorporante nel contesto dell'Operazione, come previsto nel progetto di fusione (come di seguito definito) (di seguito definito come il "Corrispettivo dell'Operazione").

Citi ha agito come consulente finanziario di FonSAI e del Comitato di FonSAI in relazione alla prospettata Operazione e per i suddetti servizi, ivi incluso il rilascio della presente Relazione, ha ricevuto o riceverà un compenso. Si rende noto che Citi e le proprie società affiliate (inclusa Citigroup Inc. e le sue affiliate) possono aver fornito in passato o possono attualmente prestare servizi a FonSAI, UGF, Milano e Premafin, incluse le rispettive controllate, estranei alla prospettata Operazione, e pertanto, per tali servizi, Citi e le suddette società affiliate possono aver ricevuto o potrebbero ricevere un compenso. Si precisa inoltre che nel normale svolgimento della propria attività, Citi e le proprie società affiliate possono attivamente assumere delle posizioni di *trading* o detenere titoli di FonSAI, UGF, Milano e Premafin per conto proprio o per conto dei rispettivi clienti e, di conseguenza, con riferimento a tali titoli, possono, in qualsiasi momento, detenere sia posizioni lunghe che corte.

2. Finalità della Relazione

La Relazione è stata predisposta ad uso esclusivo degli Amministratori Indipendenti di FonSAI.

Citi non autorizza terze parti a fare affidamento sulle proprie analisi e sulle conclusioni esposte nella Relazione e declina espressamente ogni responsabilità per gli eventuali danni derivanti da un utilizzo della Relazione per scopi e/o finalità diverse da quelle indicate.

Qualsiasi altro utilizzo, nonché la comunicazione o la diffusione, anche parziali, della Relazione a soggetti diversi dai membri del Comitato, dovranno essere preventivamente autorizzati per iscritto da Citi, salvo quanto diversamente richiesto dalla legge, da norme regolamentari ovvero per effetto di provvedimenti emessi da Autorità competenti, restando inteso che tale Relazione potrà essere condivisa con il Consiglio di Amministrazione di FonSAI, ma non potrà essere oggetto di affidamento da parte dello stesso. L'accettazione della Relazione implica il consenso dei destinatari a essere vincolati dai divieti in essa contenuti. La Relazione, inoltre, non conferisce diritti o facoltà ad alcun soggetto, e non potrà essere utilizzata a fini diversi da quelli di cui sopra.

Il contenuto della Relazione si fonda esclusivamente sulle informazioni fornite alla data del 16 dicembre dalle Società e/o i suoi *advisors*, diversi da Citi, ovvero su informazioni tratte da fonti pubbliche, che Citi non ha potuto in alcun modo verificare autonomamente e la cui accuratezza, attendibilità e completezza non è pertanto in grado di garantire.

La Relazione non ha alcuna pretesa di completezza e non deve in alcun modo ritenersi esaustiva degli argomenti in essa trattati. Nessuna garanzia, espressa o implicita, viene fornita in merito all'attendibilità, accuratezza, completezza e correttezza delle informazioni o delle opinioni e previsioni ivi indicate. In particolare si segnala che alcune analisi sono state compiute sulla base di informazioni parziali, nonché su elementi e assunzioni che non possono essere verificate autonomamente da parte di Citi.

Le informazioni e le opinioni contenute nella Relazione sono presentate come elaborate alla data attuale e possono variare in qualsiasi momento senza preavviso e includono dichiarazioni prospettiche relative a eventi futuri e risultati futuri delle Società fondate su attese, stime e proiezioni che, come tali, costituiscono esclusivamente previsioni e sono quindi soggette a rischi, incertezze e eventi futuri di difficile previsione e strettamente dipendenti da circostanze che possono o non possono verificarsi nel futuro.

A Citi non è stato richiesto di fornire alcuna opinione sul merito strategico dell'Operazione e/o sulla decisione di FonSAI circa l'opportunità di porre in essere l'Operazione, né di confrontare il relativo merito dell'Operazione con altre possibili alternative strategiche che potrebbero sussistere per FonSAI e/o con gli effetti di altre operazioni che FonSAI potrebbe intraprendere; pertanto, la Relazione non prende in considerazione tali aspetti. La Relazione non costituisce in alcun modo una raccomandazione rispetto ad alcuna decisione in merito all'Operazione in essa considerata.

Inoltre, a Citi non è stato richiesto di sollecitare, e pertanto non ha sollecitato, manifestazioni di interesse provenienti da parti terze con riferimento all'Operazione o ad operazioni alternative.

Infine, Citi, con la presente Relazione:

- Non esprime alcuna raccomandazione ad alcun soggetto in merito all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari delle Società;
- Non analizza né compara soluzioni alternative all'Operazione o gli effetti di qualsiasi diversa operazione che FonSAI o le altre Società potrebbero o avrebbero potuto perseguire;
- Non fornisce alcuna raccomandazione o suggerimento agli azionisti FonSAI o agli altri azionisti delle Società sulla decisione di voto nell'ambito dell'assemblea chiamata a decidere sull'Operazione;
- Non esprime alcuna opinione in merito alla correttezza (da un punto di vista finanziario o sotto altro profilo) degli importi, della natura o di ogni altro aspetto inerente i compensi corrisposti a *manager*, dirigenti, dipendenti o a qualsiasi altra parte coinvolta nell'Operazione, o a favore delle categorie a cui tali persone appartengono.

La Relazione è necessariamente basata sulle informazioni rese disponibili a Citi nonché sulle condizioni dei mercati finanziari e su altre condizioni e circostanze esistenti alla data odierna.

La situazione economica e patrimoniale di riferimento delle Società alla base delle analisi effettuate è quella al 30 settembre 2012. La data di riferimento delle considerazioni valutative sulle quali è basata la presente Relazione è il 20 dicembre 2012. Nessuna modifica delle situazioni finanziaria, economica, patrimoniale, di mercato e/o di altra natura delle Società è stata presa in considerazione nella predisposizione della Relazione, salvo che per i fatti di rilievo potenzialmente in grado di influire sul valore delle Società. A tal proposito si rileva che nessun altro avvenimento è stato considerato da Citi ai fini della presente Relazione.

3. Riepilogo dei Termini dell'Operazione

Nel condurre le analisi e nell'arrivare alle proprie conclusioni, Citi ha fatto riferimento ai termini dell'Operazione così come descritti nella bozza del documento intitolato "Progetto di Fusione" e datata 18 dicembre 2012 (il "Progetto di Fusione").

In breve, il Progetto di Fusione propone la fusione per incorporazione di Unipol, Premafin e Milano in FonSAI. Il Progetto di Fusione propone i seguenti rapporti di concambio:

- 1.497¹ Azioni Ordinarie FonSAI per ogni Azione Ordinaria Unipol;
- 0.339 Azioni Ordinarie FonSAI per ogni Azione Ordinaria Milano;
- 0.050 Azioni Ordinarie FonSAI per ogni Azione Ordinaria Premafin;
- 0.549 Azioni di Risparmio di tipo B FonSAI per ogni Azione di Risparmio Milano.

Il rapporto di concambio previsto risulta nelle seguenti partecipazioni pro-forma nel Capitale Sociale Ordinario di UniSai

- UGF: 61,00%²;
- Azionisti FonSAI diversi da Premafin: 27,46%;
- Azionisti Milano diversi da FonSAI: 10,69%;
- Azionisti Premafin diversi da UGF: 0,85%.

Alla luce di quanto previsto nel Progetto di Fusione, Citi ha appreso che nel caso in cui gli azionisti di risparmio di Milano non approvino la fusione con FonSAI, FonSAI è comunque intenzionata a procedere alla fusione per incorporazione di Unipol e Premafin in FonSAI sulla base dei medesimi rapporti di concambio.

4. Approccio Valutativo e Metodologie

4.1 Approccio Valutativo

Così come rappresentato e condiviso con FonSAI, ai fini della presente Relazione, le analisi di Citi e le conseguenti risultanze valutative sono basate su taluni presupposti chiave, che includono ma non si limitano ai seguenti:

- L'analisi finanziaria si è focalizzata su stime di valori economici relativi piuttosto che assoluti;
- Le valutazioni sono state eseguite su base *stand alone* (ossia non prendendo in considerazione il valore delle sinergie e delle altre conseguenze finanziarie derivanti dall'Operazione proposta);
- La fusione di FonSAI con Unipol e Premafin è parte integrante di un'unica ed indivisibile Operazione alla quale anche Milano ha le facoltà di partecipare;
- Le analisi valutative sono basate sull'ipotesi di continuità aziendale e assumono il completamento degli aumenti di capitale annunciati;

¹ Di nuova emissione o attraverso assegnazione di azioni proprie.

² Tale percentuale è coerente con la percentuale confermata dal Consiglio di Amministrazione di FonSAI in data 5 luglio 2012 e non include l'ulteriore partecipazione pari al 4,9% del capitale sociale ordinario di FonSAI acquisito da UGF successivamente, che viene invece computato nella categoria "Azionisti FonSAI diversi da Premafin".

- Le analisi valutative non assumono alcun premio per il trasferimento della partecipazione di controllo a UGF;
- Le analisi valutative non considerano l'impatto del possibile esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di Premafin o degli azionisti di risparmio di Milano;
- Inoltre, non è stato preso in considerazione l'impatto della diluizione che si verificherebbe in conseguenza della conversione del prestito convertendo Premafin avente scadenza il 31 dicembre 2015.

Infine, con riferimento a Premafin, sono state adottate le seguenti ipotesi:

- Non è stato applicato alcuno sconto di *holding* ("*holding discount*");
- Nessun premio di controllo è stato attribuito al valore della partecipazione di Premafin in FonSAI.

4.2 Documentazione

Al fine di giungere alle conclusioni illustrate di seguito, Citi ha basato l'esercizio valutativo sia su informazioni pubbliche sia su dati resi disponibili dalle Società e dai rispettivi consulenti, fra cui, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo, Ernst & Young ("E&Y"), Studio Carbonetti, Studio D'Urso e Parametrica. In particolare, tra l'altro, Citi si è basata sulla documentazione e sulle informazioni di seguito descritte:

- Bilanci civilistici e consolidati relativi agli esercizi terminati, rispettivamente, al 31 dicembre 2010 e 2011, approvati dagli organi competenti delle Società, completi delle relazioni sulla gestione, delle relazioni del Collegio Sindacale e delle relazioni delle società di revisione esterne;
- Relazioni trimestrali civilistiche e consolidate al 30 settembre 2012, approvate dagli organi competenti delle Società e completi della relazione sulla gestione;
- Proiezioni finanziarie relative al periodo 2013 – 2015 predisposte dal *management* delle Società (di seguito, le "Proiezioni Finanziarie") con il supporto dei loro consulenti industriali ed approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 28 novembre 2012 per quanto riguarda Unipol, Premafin e FonSAI ed in data 5 dicembre 2012 per quanto riguarda Milano;
- Analisi del valore del portafoglio in essere vita di FonSAI, Unipol e Milano al 30 settembre 2012 così come elaborate e messe a disposizione dagli attuari vita interni di ogni società; stime fornite dal *management* di ogni società e da E&Y in merito alla proporzione di partecipazione degli assicurati vita alle perdite e ai e profitti non realizzati sugli strumenti finanziari inclusi nelle gestioni separate (c.d. "*shadow accounting*");
- Documentazione fornita dal *management* di UGF in merito alla valutazione delle minusvalenze latenti sui titoli strutturati classificati come *held to maturity* e *loans and receivables* alla data del 30 settembre 2012;
- Stima delle plusvalenze latenti su immobili fornite da Praxi, DTZ Italia, Avalon Real Estate e Patrigest/ABACO per FonSAI e Milano, nonché da Scenari Immobiliari per Unipol alla data del 31 dicembre 2011;
- Informazioni sull'adeguatezza delle riserve tecniche danni delle Società fornita dal *management* delle Società e riflessa nelle relazioni trimestrali datate al 30 settembre 2012 e nelle Proiezioni Finanziarie;
- Comunicati stampa relativi all'Operazione;
- Presentazione dell'Operazione fatta da UGF agli analisti finanziari, resa disponibile in data 22 giugno 2012;
- Altri dati e informazioni di carattere finanziario forniti, in forma scritta e orale, dal *management* delle Società;

- Informazioni di pubblico dominio ritenute rilevanti ai fini delle analisi di Citi, quali quelle concernenti le quotazioni di Borsa e le proiezioni finanziarie di *consensus* relative a un campione di aziende assicurative europee quotate e ritenute da Citi comparabili con le Società.

4.3 Metodologie

Al fine di giungere alle conclusioni di questa Relazione, Citi ha utilizzato una pluralità di metodologie e di criteri di valutazione, per poi focalizzarsi su quelle descritte di seguito.

In particolare, in relazione a FonSAi, Unipol e Milano, tenuto conto, *inter alia*: (i) della finalità delle analisi; (ii) dei criteri comunemente impiegati nella *best practice*, nazionale e internazionale, per la valutazione di imprese di assicurazione; (iii) delle specificità operative e di *business* proprie di FonSAi; Milano e Unipol; e (iv) dello status di società quotate di FonSAi e Milano, si è fatto ricorso ai seguenti criteri di valutazione:

- *Embedded Value*
- Metodo dei flussi di dividendo attualizzati
- Metodo dei multipli di mercato di società comparabili
- Metodo dell'analisi di regressione

Solo in relazione a Premafin, Citi ha applicato il metodo del *Net Asset Value*, determinando quindi il valore di Premafin come: i) il valore della sua partecipazione in FonSAi determinata in linea con le precedenti metodologie; più ii) il valore della partecipazione di Finadin (uguale al 60% del patrimonio netto della società (come descritto di seguito); meno iii) le passività, calcolate come la differenza tra le altre attività (i.e. diverse dalle partecipazioni in FonSAi e Finadin) e il totale delle passività.

La partecipazione di Premafin in Finadin è stata valutata sulla base del *Net Asset Value*, come risultante dalla somma tra (i) il valore della partecipazione di Finadin in FonSAi e (ii) le passività nette, calcolate come la differenza tra le altre attività di Finadin (con l'esclusione della partecipazione in FonSAi) e l'insieme delle passività.

Nell'arrivare alle conclusioni descritte nella Relazione, Citi ha anche fatto riferimento – ma non utilizzato nell'esercizio di valutazione, in quanto scarsamente rilevante – ai prezzi a cui le azioni di FonSAi, Milano, UGF e Premafin sono state negoziate in passato e vengono tuttora negoziate presso Borsa Italiana (il “Metodo dei Valori di Mercato”). Il non utilizzo della suddetta metodologia è giustificato, in particolare, dalle seguenti ragioni:

- Unipol è interamente controllata da UGF e le sue azioni non sono quotate presso Borsa Italiana; qualsiasi stima basata sul valore di mercato di Unipol desunto dalla capitalizzazione di mercato di UGF richiederebbe un numero rilevante di ipotesi soggettive, che causerebbe inevitabili asimmetrie con i valori di FonSAi, Milano e Premafin, le cui azioni sono quotate;
- Le quotazioni di mercato di FonSAi, Milano e Premafin sono state caratterizzate da alta volatilità e hanno subito l'impatto di rilevanti operazioni societarie;
- Bassa liquidità delle azioni di Premafin;
- Limitata copertura da parte di analisti di ricerca per tutte le Società;
- Significativo rischio di *overhang* sia per FonSAi che per UGF nel periodo successivo al completamento degli aumenti di capitale a causa dell'alto numero di azioni inopstate sottoscritte dalle banche del sindacato.

4.3.1 *Embedded Value*

L'*Embedded Value* è frequentemente utilizzato per la valutazione delle compagnie assicurative. Esso determina il valore economico dell'azienda come somma del patrimonio netto rettificato (“ANAV”) e del valore del portafoglio in essere (“VIF”), come sotto definito, ed è espresso dalla seguente formula:

$$EV = ANAV + VIF$$

dove:

EV = *Embedded Value*

ANAV = L'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 = Il VIF è pari 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.

4.3.2 Metodo dei flussi di dividendo attualizzati

Determina il valore di una compagnia di assicurazione come somma (i) del valore attuale dei flussi di dividendo futuri potenzialmente distribuibili agli azionisti, in un orizzonte temporale di previsione analitica, coerentemente al mantenimento di un adeguato livello del margine di solvibilità e (ii) del valore attuale del valore terminale calcolato utilizzando il metodo della crescita costante dei flussi di dividendo.

4.3.3 Metodo dei multipli di mercato di società comparabili

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di una compagnia di assicurazione sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti (i multipli, appunto) in grado di legare il prezzo di mercato con alcune rilevanti variabili economiche aziendali come il patrimonio netto, l'utile netto o l'*Embedded Value*. I multipli così calcolati vengono poi applicati alle medesime grandezze economiche dell'azienda oggetto di valutazione, in modo tale da pervenire, per moltiplicazione, alla determinazione del valore della stessa.

4.3.4 Metodo dell'analisi di regressione

Il metodo dell'analisi di regressione determina il valore economico di un'azienda sulla base della correlazione statistica tra un indicatore della redditività futura ed il multiplo che esprime invece la valorizzazione di mercato. Questo rapporto statistico è determinato con riferimento ad un campione selezionato di società quotate ritenute comparabili. In questa Relazione, Citi ha applicato l'analisi di regressione stimando il rapporto tra, da un lato, il ROTANAV (*Return on Average Tangible Net Asset Value*) e, dall'altro, il multiplo P/TNAV (*Price to Tangible Net Asset Value*).

5. Limitazioni

La presente Relazione è soggetta, *inter alia*, alle seguenti limitazioni, da considerarsi in aggiunta ad ogni ulteriore considerazione e presupposto indicati nei precedenti paragrafi.

Nel predisporre la presente Relazione, Citi:

- Ha fatto completo affidamento, senza compiere alcuna verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza e completezza della documentazione e delle informazioni utilizzate, come sopra menzionate, senza sottoporre le stesse a verifiche o controlli aggiuntivi o indipendenti. In considerazione di quanto sopra, Citi non si assume alcuna responsabilità, né fornisce alcuna garanzia, nemmeno implicita, in merito alla veridicità, accuratezza e completezza delle predette informazioni;
- Non ha fornito, richiesto o autonomamente valutato la correttezza di alcun parere professionale in materie specialistiche quali, a titolo esemplificativo, legale, contabile, attuariale, ambientale, informatica o fiscale. Conseguentemente, la Relazione non fornisce alcuna valutazione circa le possibili implicazioni relative a tali materie;
- Ha svolto la propria attività sul presupposto essenziale che le proiezioni economico-patrimoniali utilizzate siano state formulate secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni ad oggi disponibili del *management* e/o degli analisti finanziari in merito alle *performance* future delle società coinvolte nell'Operazione e del campione di aziende assicurative quotate utilizzate ai fini delle analisi;
- Ha tenuto conto solo di quanto riflesso nella documentazione esaminata. L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese). Citi non ha quindi compiuto alcuna perizia indipendente sul valore delle singole attività e passività delle società coinvolte nell'Operazione (incluse le attività e passività fuori bilancio);
- Non ha tenuto in considerazione i potenziali effetti di altre offerte eventualmente emerse nell'ambito dell'Operazione o di altre operazioni che potrebbero o avrebbero potuto coinvolgere le Società;
- Ha svolto la propria attività sul presupposto che l'Operazione venga condotta e realizzata secondo i termini e le condizioni indicati nel Progetto di Fusione;
- Ha identificato alcuni fattori critici di rischio, nonché delle difficoltà valutative in relazione, *inter alia*, alla adeguatezza delle riserve tecniche del ramo assicurativo danni, al valore ed alla liquidabilità di alcuni prodotti finanziari strutturati, alla valutazione del portafoglio del ramo vita ed al valore di mercato ed alla liquidabilità di alcune proprietà immobiliari;
- Ha svolto la propria attività sul presupposto che non vi sia alcuna informazione rilevante che sia stata omessa o sottaciuta;
- Ha svolto la propria attività sul presupposto che tutte le eventuali autorizzazioni governative o regolamentari, o ogni altro tipo di autorizzazione, necessaria per completare l'Operazione, ivi incluse quelle di natura governativa o regolamentare, saranno regolarmente ottenute senza che ciò determini alcuna conseguenza negativa o rilevante per le Società e/o per l'Operazione.

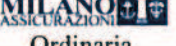
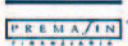
19 dicembre 2012 – Strettamente Confidenziale

6. Sintesi dei Risultati e Conclusioni

La tabella qui di seguito mostra i rapporti di concambio previsti dal Progetto di Fusione per:

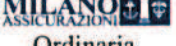
- Il numero di azioni ordinarie FonSAI da emettere o assegnare in cambio di, rispettivamente, ciascuna azione ordinaria Unipol, azione ordinaria Milano e azione ordinaria Premafin;
- Il numero di nuove azioni di Risparmio B FonSAI da emettere in cambio di ciascuna azione di Risparmio Milano.

Tabella 1 – Rapporti di Concambio proposti ai sensi del progetto di Fusione

Rapporti di Concambio proposti	Rapporti di Concambio proposti			
	 Unipol ASSICURAZIONI	 MILANO ASSICURAZIONI Ordinaria	 PREMAFIN ASSICURAZIONI	 MILANO ASSICURAZIONI Risparmio
	1.497x	0.339x	0.050x	0.549x

Sulla base delle attività, metodologie e limitazioni sopra descritte e secondo il proprio giudizio e discrezione, Citi ha determinato il *range* del teorico rapporto di concambio delle azioni come segue:

Tabella 2 – Range selezionati relativamente al rapporto di concambio come risultanti dalle analisi finanziarie di Citi

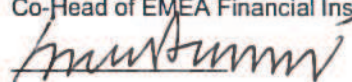
Range Selezionato	Rapporto di concambio teorico			
	 Unipol ASSICURAZIONI	 MILANO ASSICURAZIONI Ordinaria	 PREMAFIN ASSICURAZIONI	 MILANO ASSICURAZIONI Risparmio
	1.249-1.568x	0.274-0.349x	0.026-0.078x	0.443-0.565x

Sulla base e nei limiti di quanto sopra descritto, alla data odierna, riteniamo che il Corrispettivo dell'Operazione, nel caso di fusione tra FonSAI, Premafin, Unipol e Milano e ugualmente in caso di fusione tra FonSAI, Premafin e Unipol sia congruo dal punto di vista finanziario per gli azionisti di FonSAI diversi da Premafin.

Milano, 19 dicembre 2012.

On behalf of Citigroup Global Markets Limited

Luca Benzoni
Managing Director
Co-Head of EMEA Financial Institutions Group

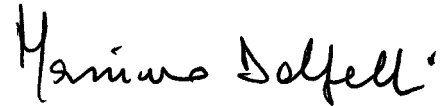


Allegato sub Doc. 5

DICHIARAZIONE DEL DIRIGENTE PREPOSTO ALLA REDAZIONE DEI DOCUMENTI CONTABILI SOCIETARI A NORMA DELL'ART. 154-BIS, COMMA 2, DEL TUF

Il sottoscritto Dott. Massimo Dalfelli, in qualità di Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari di Fondiaria-SAI S.p.A., dichiara e attesta, ai sensi dell'art. 154-bis, comma 2, del TUF, che – per quanto di competenza di Fondiaria-SAI – l'informativa contabile contenuta nell'allegato *sub* Doc. 1 al presente Documento Informativo corrisponde alle risultanze documentali, ai libri e alle scritture contabili di Fondiaria-SAI.

27 dicembre 2012



Massimo Dalfelli

(Dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari)