

FONDIARIA-SAI S.p.A.

Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2241, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile, e dell'art. 158, primo comma, D. Lgs. 58/98

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ART. 2441, QUINTO COMMA E SESTO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D. LGS. 58/98

Agli Azionisti di
Fondiarria-SAI S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Facciamo riferimento (i) alla Relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione di Fondiarria-SAI S.p.A. ("**Fondiarria-SAI**", o la "**Società**" o l'"**Incorporante**") in data 20 dicembre 2012, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quinquies* del Codice Civile nonché degli artt. 70 e 72 del Regolamento Emittenti adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**"), in merito al progetto di fusione per incorporazione di Premafin Finanziaria S.p.A. - Holding di Partecipazioni ("**Premafin**"), di Unipol Assicurazioni S.p.A. ed, eventualmente, di Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano Assicurazioni**") in Fondiarria-SAI (la "**Fusione**") e alle conseguenti modifiche statutarie, ivi inclusi l'aumento di capitale a servizio dei concambi azionari nonché la delega al Consiglio di Amministrazione, ai sensi degli artt. 2420-*ter* e 2443 del Codice Civile, della facoltà di emettere obbligazioni convertibili in azioni ordinarie della Società e di aumentare il capitale a servizio della suddetta conversione (la "**Relazione degli Amministratori**"), relazione pubblicata in data 27 dicembre 2012, nonché (ii) alla successiva relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione della Società ai sensi e per gli effetti dell'art. 125-*ter* del D. Lgs. 58/1998 e pubblicata in data 24 settembre 2013 (congiuntamente alla Relazione degli Amministratori, le "**Relazioni**"), contestualmente alla convocazione - fissata per il giorno 24 ottobre 2013 in prima convocazione e, occorrendo, in seconda convocazione per il giorno 25 ottobre 2013 - dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Società chiamata ad approvare la Fusione e le conseguenti modifiche statutarie.

Secondo quanto rappresentato nelle Relazioni, la menzionata Assemblea delibererà *inter alia* in merito alla proposta di attribuire al Consiglio di Amministrazione, ai sensi degli artt. 2420-*ter* e 2443 del Codice Civile, la facoltà di emettere, in una o più volte, entro e non oltre il 31 dicembre 2014 (e comunque subordinatamente all'efficacia della Fusione), obbligazioni convertibili in azioni ordinarie della Società per un importo massimo di Euro 201.800.000,00 (il "**Convertendo**"), con conseguente aumento di capitale a servizio della conversione per un controvalore complessivo massimo di Euro 201.800.000,00, comprensivo del sovrapprezzo, in una o più volte e in via scindibile, mediante emissione di azioni ordinarie della Società prive di valore nominale, con godimento regolare, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione alla data di emissione, con facoltà per il Consiglio di Amministrazione di stabilire se offrire gli strumenti in opzione agli Azionisti ovvero se escludere il diritto di opzione e offrire gli strumenti a terzi finanziatori della Società, con l'obiettivo di ridurre l'esposizione debitoria della stessa nei confronti dei predetti terzi, nonché di stabilire il valore nominale unitario degli strumenti; il prezzo di emissione unitario degli strumenti; l'entità degli interessi da attribuire agli strumenti; il rapporto di conversione in azioni della Società; gli eventi e le modalità di aggiustamento del rapporto di conversione; gli eventi e le condizioni per la conversione; il regolamento delle obbligazioni convertibili; la durata comunque non eccedente il 31 dicembre 2015; il numero di azioni da emettere, nonché ogni altro termine e condizione dell'emissione e offerta delle obbligazioni convertibili e del conseguente aumento di capitale; il tutto, fermo restando che, in caso di emissione di un prestito obbligazionario convertibile, (i) le 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 e (ii) il prezzo di conversione verrà calcolato come media aritmetica dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni ordinarie della società 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 medesima, incrementata di un premio del 10%.

Più precisamente, la Relazione degli Amministratori, oltre a descrivere la Fusione, illustra anche le sopra richiamate caratteristiche principali del Convertendo che - in caso di approvazione da parte della citata Assemblea Straordinaria degli Azionisti della Fusione e della sopra riportata proposta di delega ai sensi degli artt. 2420-ter e 2443 del Codice Civile - verrà emesso dalla Società, quale entità risultante dalla Fusione medesima, in conseguenza dell'avvenuta incorporazione di Premafin. Al riguardo, come a noi comunicato dalla Società, la Relazione degli Amministratori è stata predisposta dall'organo amministrativo della Incorporante ai sensi e per gli effetti dell'art. 2441, comma sesto, del Codice Civile, in relazione al Convertendo.

In proposito, la Relazione degli Amministratori indica, nelle linee generali, le ragioni che giustificano l'emissione del Convertendo, unitamente ai criteri che verranno applicati dall'organo amministrativo della Società, quale entità risultante dalla Fusione, per determinare il prezzo di conversione delle obbligazioni convertende in azioni ordinarie dell'Incorporante (il "**Prezzo di Conversione**"). Dalle Relazioni emerge, inoltre, che il prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie di compendio nell'ambito dell'aumento di capitale a servizio della conversione delle obbligazioni emittende (il "**Prezzo di Emissione**") sarà individuato in misura pari al Prezzo di Conversione.

In riferimento all'operazione descritta, il Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-SAI ha richiesto alla nostra società di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, quinto comma e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri adottati dagli Amministratori ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie di Fondiaria-SAI, a servizio del Convertendo.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, in data 29 gennaio 2012, Premafin e Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("**UGF**") hanno stipulato un accordo (l' "**Accordo di Investimento**"), integrato da accordi raggiunti per scambio di corrispondenza tra le parti in data 22-25 giugno 2012 (gli "**Accordi Integrativi**"), avente ad oggetto i reciproci impegni assunti con riguardo alla realizzazione di un'operazione di integrazione per fusione tra Fondiaria-SAI, Unipol Assicurazioni, Premafin e, eventualmente, Milano Assicurazioni (il "**Progetto di Integrazione**").

Secondo quanto riferito nella Relazione degli Amministratori, nell'ambito del Progetto di Integrazione sono state poste in essere varie fasi essenziali ed inscindibili di detto Progetto di Integrazione che ha previsto, tra l'altro, la predisposizione da parte di Premafin di un piano idoneo a consentire il riequilibrio della propria situazione finanziaria, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 67, comma 3, lett. d) del R. D. 16 marzo 1942, n. 267 (il "**Piano di Risanamento**"). Al riguardo, la Relazione degli Amministratori riporta che, in data 30 marzo 2012, il Consiglio di Amministrazione di Premafin ha approvato il Piano di Risanamento (integrato successivamente con *addendum* approvato in data 17 maggio 2012 dal medesimo Consiglio di Amministrazione) e, in data 16 aprile 2012, il dott. Ezio Maria Simonelli, unitamente al professor Stefano Caselli, ha rilasciato la propria relazione di attestazione (successivamente integrata in data 18 maggio 2012). Gli Amministratori della Società rilevano, inoltre, che il Piano di Risanamento si articola essenzialmente nei seguenti passaggi: (i) la sottoscrizione da parte di UGF dell'aumento di capitale di Premafin con esclusione del diritto di opzione riservato ad UGF (l' "**Aumento di Capitale Premafin**") e l'attuazione della successiva Fusione e (ii) la ridefinizione dei termini e delle

condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin e della sua controllata Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti ("**Finadin**"), sulla base di un accordo di ristrutturazione del debito sottoscritto tra Premafin e le proprie banche creditrici (le "**Banche Finanziatrici**") in data 13 giugno 2012 (l' "**Accordo di Ristrutturazione**").

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 per la propria quota, diretta ed indiretta (per il tramite della controllata Finadin), dell'aumento di capitale di Fondiaria-SAI, assume altresì la contestuale ridefinizione dei termini e delle condizioni dell'indebitamento finanziario di Premafin in grado di risanare l'esposizione debitoria e di riequilibrare, dal punto di vista economico-finanziario, Premafin.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, 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 (di seguito, il "**Valore Nominale Complessivo**") in Convertendo destinato alle Banche Finanziatrici (ad esclusione di GE Capital) quanto a Euro 134,3 milioni e ad UGF quanto a Euro 67,5 milioni.

Gli Amministratori espongono che le obbligazioni frutteranno un interesse annuo lordo, con decorrenza dalla data di emissione (inclusa), calcolato in modo tale che il valore teorico delle obbligazioni alla data di emissione, definito sulla base di parametri di mercato, sia almeno pari al valore nominale unitario delle stesse.

Dalla documentazione messa a nostra disposizione dalla Società (e, in particolare, dal *Term Sheet* del Convertendo allegato all'Accordo di Ristrutturazione) emerge, inoltre, la possibilità che l'Emittente, ove ricorrano particolari situazioni, possa differire, in via opzionale o obbligatoria, ovvero cancellare, in tutto o in parte, il pagamento degli interessi maturati. Salvo quanto previsto nei casi di differimento opzionale o obbligatorio del pagamento degli interessi ovvero nelle situazioni in cui è richiesta la cancellazione degli stessi, l'Emittente corrisponderà gli interessi semestralmente in via posticipata il 30 giugno ed il 31 dicembre di ciascun anno, fino al 31 dicembre 2015 (incluso).

La Relazione degli Amministratori riporta che 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 (fisso) 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, 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 degli Accordi Integrativi, UGF, anche per conto di Unipol Assicurazioni, Premafin, Fondiaria-SAI 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.

Come riportato nel richiamato *Term Sheet*, in caso di conversione facoltativa anticipata esercitata dai titolari delle obbligazioni (come definita nel *Term Sheet*), queste ultime cesseranno di maturare interessi a partire dall'ultima data di pagamento degli interessi (inclusa) antecedente alla data di efficacia della conversione facoltativa. 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 dalle Autorità di Vigilanza, per almeno sei mesi, e (ii) la conversione del debito in azioni dell'Incorporante *post* Fusione avvenga automaticamente il 31 dicembre 2015.

Sul punto occorre precisare che la Relazione degli Amministratori richiama la possibilità che la Società estingua il Convertendo mediante rimborso del finanziamento. A tal riguardo, la Società ci ha segnalato, fornendoci specifica attestazione, che tale facoltà di rimborso - non prevista dal *Term Sheet* - è esclusivamente riferibile all'eventualità che il finanziamento in essere venga estinto prima dell'emissione del Convertendo stesso e che il regolamento del Convertendo, ad oggi ancora non disponibile, risulterà in linea con il suddetto *Term Sheet*.

Sulla scorta di quanto precede, la Relazione degli Amministratori informa che: (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 del Codice Civile che viene attribuita agli Amministratori dell'Incorporante *post* Fusione per deliberare l'emissione del Convertendo e il corrispondente aumento di capitale, e pertanto (ii) l'Assemblea Straordinaria di Fondiaria-SAI chiamata ad approvare il Progetto di Fusione sarà altresì chiamata ad approvare la predetta delega ex art. 2420-ter del Codice Civile ed ex art. 2443 del Codice Civile, in conformità con quanto illustrato.

3. NATURA E PORTATA DELLA PRESENTE RELAZIONE

Come indicato nella Relazione degli Amministratori, il Prezzo di Emissione delle nuove azioni verrà determinato dal Consiglio di Amministrazione sulla base della metodologia individuata dagli Amministratori medesimi e descritta al successivo paragrafo 5.

In tale contesto, la presente relazione, emessa ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98, ha la finalità di rafforzare l'informativa agli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile, in ordine alla metodologia adottata dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni ai fini del previsto aumento di capitale a servizio del Convertendo.

In considerazione della specificità e delle caratteristiche dell'operazione sopra delineate, così come illustrate nella Relazione degli Amministratori, la presente relazione indica pertanto il metodo seguito dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituita dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tale metodo.

Nell'esaminare il metodo adottato dal Consiglio di Amministrazione della Società, non abbiamo effettuato una valutazione economica della stessa.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare, abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- la relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione della Società ai sensi e per gli effetti dell'art. 125-ter del D. Lgs. 58/1998 e pubblicata in data 24 settembre 2013;

- relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 20 dicembre 2012, pubblicata in data 27 dicembre 2012, in allegato al Documento Informativo Relativo ad Operazioni di Maggiore Rilevanza con Parti Correlate, volta ad assolvere anche le funzioni di informativa preassembleare, previste dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, in relazione all'aumento di capitale al servizio del Convertendo che si propone di delegare al Consiglio di Amministrazione;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 20 dicembre 2012 che ha approvato la Relazione di cui sopra, allegato al progetto di fusione;
- nei limiti e per le finalità connesse allo svolgimento dell'incarico conferitoci, lo statuto vigente di Fondiaria-SAI e la bozza dello statuto dell'Incorporante post Fusione;
- l'Accordo di Ristrutturazione del debito di Premafin sottoscritto il 13 giugno 2012 in attuazione di quanto previsto nel Piano di Risanamento;
- il documento denominato "Term Sheet" allegato all'Accordo di Ristrutturazione, che riassume le previsioni del regolamento del prestito obbligazionario convertendo che incidono sulle modalità di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni Fondiaria-SAI proposto per l'operazione in esame; il predetto Term Sheet è parte del più ampio accordo sottoscritto dalle Banche Finanziatrici nell'ambito del predetto Accordo di Ristrutturazione;
- bilanci di esercizio e consolidati di Fondiaria-SAI e di Premafin al 31 dicembre 2012, da noi assoggettati a revisione contabile;
- bilanci consolidati semestrali abbreviati al 30 giugno 2013 di Fondiaria-SAI e di Premafin, da noi assoggettati a revisione contabile limitata;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, alla data di emissione della presente relazione e per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Fondiaria-SAI, non sono intervenute variazioni rilevanti che potrebbero avere impatti significativi sulle modalità di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni a servizio del Convertendo.

5. METODO ADOTTATO DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Come ricordato, l'operazione proposta si può configurare giuridicamente come un aumento di capitale delegato ex articoli 2420-ter e 2443 del Codice Civile, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quinto comma, del Codice Civile. Trattandosi di aumento di capitale delegato, nella Relazione degli Amministratori non è fissato un prezzo di emissione determinato nel suo valore assoluto, quanto piuttosto il criterio cui il Consiglio di Amministrazione stesso dovrà attenersi nella successiva fase di emissione del Convertendo e del corrispondente aumento di capitale.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, questi ultimi hanno stabilito che le obbligazioni convertende frutteranno un interesse annuo lordo calcolato in modo tale che il valore teorico delle obbligazioni alla data di emissione, definito sulla base di parametri di mercato, sia almeno pari al valore nominale unitario delle stesse. Le obbligazioni saranno convertite in azioni ordinarie sulla base del Prezzo di Conversione, 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 (fisso) 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, come più ampiamente descritto nel *Term Sheet*, 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 e (ii) la conversione del debito in azioni dell'Incorporante *post* Fusione avvenga automaticamente il 31 dicembre 2015. Infine, secondo quanto riportato nel *Term Sheet*, in caso di pagamento di dividendi o distribuzione di riserve (le "**Distribuzioni**") a favore delle azioni ordinarie (*post* Fusione) la Società corrisponderà agli obbligazionisti un ammontare in denaro equivalente all'importo che sarebbe stato loro corrisposto, sulla base del rapporto di conversione, ove le obbligazioni fossero state convertite prima della Distribuzione (la medesima previsione si applica, *mutatis mutandis*, al caso di Distribuzioni in natura). Ove agli Azionisti ordinari (*post* Fusione) sia riconosciuto il diritto di scegliere tra una Distribuzione in denaro o in natura, il medesimo diritto sarà riconosciuto ai portatori delle obbligazioni ("**Aggiustamenti in caso di dividendi**").

Sul punto occorre precisare che la Relazione degli Amministratori richiama la possibilità che la Società estingua il Convertendo mediante rimborso del finanziamento. A tal riguardo, la Società ci ha segnalato, fornendoci specifica attestazione, che tale facoltà di rimborso - non prevista dal *Term Sheet* - è esclusivamente riferibile all'eventualità che il finanziamento in essere venga estinto prima dell'emissione del Convertendo stesso e che il regolamento del Convertendo, ad oggi ancora non disponibile, risulterà in linea con il suddetto *Term Sheet*.

Il *Term Sheet* prevede che il valore teorico delle obbligazioni alla data di emissione sia stabilito in base alla seguente formula:

Valore Nominale Complessivo (VNC) - Parity Iniziale Complessivo (PIC) = Valore Attualizzato Interessi (VAI) - Valore Attualizzato Costo Prestito Titoli (VACPT)

dove:

- PIC = valore pari al rapporto fra VNC e (1+ Premio di Conversione Iniziale), essendo il Premio di Conversione Iniziale pari al 10%.
- VAI = somma degli interessi corrisposti sul VNC durante la vita residua delle obbligazioni scontati al relativo Tasso di Sconto Interessi.
- VACPT = somma del Costo del Prestito Titoli (CPT) corrisposto sul PIC durante la vita residua delle obbligazioni, scontato al relativo tasso benchmark di riferimento.
- CPT = 1,5% per anno da riconoscere, per tutta la vita del Convertendo, ovvero dalla data di emissione alla data di scadenza del prestito obbligazionario.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RISCONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Nella loro relazione gli Amministratori non segnalano particolari difficoltà nelle valutazioni di cui al punto precedente.

7. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del presente incarico, abbiamo:

- esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società del 20 dicembre 2012, con specifico riferimento alla trattazione del Convertendo;
- svolto una lettura critica delle Relazioni, ed in particolare delle pagg. 5-6-7 della Relazione degli Amministratori, nelle quali è trattato il Convertendo;
- svolto una lettura critica dell'Accordo di Ristrutturazione;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo statuto vigente della Società e la bozza dello statuto post Fusione, allegato al progetto di fusione;
- esaminato il Term Sheet ai fini dell'individuazione e dell'analisi del criterio di determinazione del Prezzo di Emissione, onde riscontrarne l'adequatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevole, motivato e non arbitrario;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti il metodo da esso adottato ai fini della definizione delle modalità di determinazione del Prezzo di Emissione;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tale metodo fosse tecnicamente idoneo, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la sottoscrizione degli accordi con le Banche Finanziatrici, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sui dati e sulle informazioni prese a considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione che, alla data di emissione della presente relazione e per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Fondiaria-SAI, non sono intervenute variazioni rilevanti che potrebbero avere impatti significativi sulle modalità di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni a servizio del Convertendo.

8. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

In via preliminare, è opportuno ricordare nuovamente che oggetto della presente relazione è l'aumento di capitale al servizio del Convertendo.

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, il proposto aumento di capitale si colloca nell'ambito della complessa operazione di Fusione e del Progetto di Integrazione sinteticamente ricordati ai precedenti paragrafi 1 e 2.

In tale contesto, secondo quanto emerge dalla Relazione degli Amministratori, le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate per la determinazione del Prezzo di

Emissione delle azioni rivenienti dal proposto aumento di capitale ed il processo logico seguito sono diretta conseguenza degli accordi sottoscritti con le Banche Finanziatrici.

Pertanto, le considerazioni che qui seguono in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, del metodo adottato dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione tengono conto (né potrebbero prescindervi) dell'articolato quadro delle intese intervenute con i vari soggetti coinvolti nel Progetto di Integrazione e della componente negoziale che ha caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione.

Ciò premesso e in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, del metodo di determinazione del Prezzo di Emissione adottato dagli Amministratori:

- il metodo di determinazione del Prezzo di Emissione individuato dal Consiglio di Amministrazione è collegato ai corsi di Borsa che saranno osservabili dopo il perfezionamento della Fusione. La scelta di fare riferimento all'andamento delle quotazioni di borsa risulta, nelle circostanze, anche alla luce delle caratteristiche dell'operazione e dei destinatari della stessa, ragionevole e non arbitraria. In effetti, le quotazioni di borsa rappresentano un parametro che è, di norma, imprescindibile per la valutazione di società quotate. Tale parametro esprime, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e, conseguentemente, fornisce indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflette le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. In effetti, il riferimento ai corsi di borsa è comunemente accettato sia a livello nazionale che internazionale ed è costantemente utilizzato nella prassi professionale, ove si tratti di società con azioni quotate in mercati regolamentati. Il riferimento ai corsi di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile;
- con riguardo all'ampiezza dell'arco temporale da utilizzare come base per il calcolo della media dei prezzi di borsa, la scelta degli Amministratori di un periodo di tempo circoscritto a tre mesi di calendario (a decorrere dall'undicesimo giorno di negoziazione successivo alla data di efficacia civilistica della Fusione) risulta, per Fondiaria-SAI, società attualmente caratterizzata da elevato flottante e significativi volumi di contrattazione sui titoli ad oggi trattati, ragionevolmente idonea a rappresentare il valore di mercato delle azioni;
- la scelta degli Amministratori di far riferimento ad una media dei valori di borsa registrati in un orizzonte temporale successivo al perfezionamento della prospettata Fusione e, pertanto, non condizionato dagli effetti dell'annuncio della Fusione stessa, risulta in linea con la miglior prassi valutativa;
- l'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi di mercato, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina ad oggi espressasi sul tema, che ne supporta l'applicazione;
- la scelta degli Amministratori di far riferimento, ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione, ad una valorizzazione delle azioni Fondiaria-SAI *post* Fusione sulla base della media semplice dei prezzi ufficiali registrati dal titolo in un dato arco temporale di riferimento risulta in linea con la prassi di mercato;
- la formula di determinazione del Prezzo di Emissione definita dagli Amministratori tiene conto, oltre che dell'andamento delle quotazioni di Borsa nel periodo di rilevazione *post* Fusione, anche di un premio di conversione. Tale premio, unitamente alla considerazione della

remunerazione del prestito obbligazionario, alla componente figurativa dell'onere per il prestito dei titoli e alla clausola di Aggiustamenti in caso di dividendi, è volto a riflettere, attraverso la formulazione adottata, un equilibrio dei profili di rischio e di rendimento di un investimento "equity". L'approccio così adottato dagli Amministratori risulta, nelle circostanze, ragionevole ed in linea con la prassi professionale;

- in linea teorica, il premio di conversione pari al 10% rappresenta una maggiorazione del prezzo di emissione delle azioni risultante dall'applicazione del criterio di mercato sopra richiamato ed è quindi un fattore che si pone, in linea di principio, a vantaggio degli interessi degli azionisti di Fondiaria-SAI *post* Fusione esclusi dal diritto di opzione nell'ambito del proposto aumento di capitale. D'altro canto, detto di premio di conversione è posto in diretto collegamento con il meccanismo individuato dagli Amministratori per la determinazione del valore teorico unitario dell'obbligazione e, in particolare, con la componente degli interessi fruttati dal titolo obbligazionario. Ne consegue che la sussistenza di un'effettiva maggiorazione del prezzo di emissione (determinata dal premio di conversione) è, di fatto, funzione del momento in cui avverrà la conversione delle obbligazioni: più precisamente, il premio si tradurrà in una concreta maggiorazione del prezzo di emissione nei casi di conversione anticipata delle obbligazioni, per tendere progressivamente a ridursi, fino ad annullarsi, nell'ipotesi di conversione a scadenza. L'approccio adottato al riguardo dagli Amministratori non appare irragionevole, in considerazione delle caratteristiche specifiche e del più ampio contesto in cui si colloca l'operazione, che risulta caratterizzata da una molteplicità di fattori che non consentono, nelle circostanze, di pervenire all'individuazione di uno specifico premio di conversione. In particolare, si rammenta che (i) i destinatari dell'aumento di capitale sono rappresentati dalle Banche Finanziarie che hanno aderito all'Accordo di Ristrutturazione del debito di Premafin e da UGF, soggetto che già detiene il controllo della Società; (ii) pertanto, il Convertendo e il proposto aumento di capitale concretizzano, in sostanza, una trasformazione in capitale sociale del debito nel quale Fondiaria-SAI è subentrata per effetto dell'incorporazione di Premafin; (iii) il proposto aumento di capitale è al servizio di un prestito obbligazionario convertendo, vale a dire caratterizzato da un meccanismo opzionale che non attribuisce all'obbligazionista la facoltà di decidere se richiedere o meno la conversione del titolo obbligazionario (la conversione ha carattere obbligatorio - "mandatory convertible"), essendo detto meccanismo opzionale limitato alla sola scelta del momento in cui l'obbligazionista intenderà richiedere la conversione; (iv) non esiste ad oggi il titolo della Società *post* Fusione;
- sul piano sostanziale, qualora si consideri il premio (fisso) del 10% e l'equivalente flusso di cassa per interessi, alla stregua di un rimborso parziale, lungo la durata del prestito, del debito oggetto di ristrutturazione, l'operazione potrebbe configurare l'emissione di nuove azioni ordinarie Fondiaria-SAI ad un prezzo pari alla media aritmetica dei prezzi ufficiali registrati dalle azioni ordinarie Fondiaria-SAI *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. Pertanto, il prezzo di emissione risulterebbe ancorato ad un criterio di "mercato". In tale ottica, può agevolmente trovare giustificazione la clausola che prevede l'Aggiustamento in caso di dividendi, descritta nel precedente paragrafo 5;
- la formula sopradescritta rappresenta l'espressione dell'equivalenza finanziaria tra il Prezzo di Conversione calcolato sulla base della media dei prezzi di Borsa nel periodo di osservazione *post* Fusione e la remunerazione del prestito obbligazionario al netto della componente figurativa dell'onere per il prestito titoli. Detta componente tende a ristorare, in capo all'obbligazionista, l'onere derivante dall'indisponibilità delle azioni (la cui consegna è prevista al più tardi al 31 dicembre 2015) pur in presenza di un rischio "equity" sopportato dall'obbligazionista stesso;

- a seguito della conversione in azioni delle obbligazioni convertende, si determinerà un effetto diluitivo sul capitale dell'Incorporante in circolazione. Tale effetto non può tuttavia essere ad oggi stimato in termini quantitativi, in quanto esso è funzione del Prezzo di Emissione/Prezzo di Conversione e, conseguentemente, del numero di azioni da emettere, ad oggi non noti;
- il metodo di determinazione del Prezzo di Emissione prescelto dagli Amministratori della Società deve essere complessivamente collocato nel contesto unitario del Progetto di Integrazione che, tra l'altro, ha l'obiettivo di ristrutturare l'indebitamento di Premafin già in essere alla data odierna e, in particolare, nelle negoziazioni e negli accordi intercorsi, come illustrati nella Relazione degli Amministratori e richiamati al precedente paragrafo 2 della presente relazione, che hanno caratterizzato la struttura complessiva del Progetto di Integrazione.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

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

(i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- la proposta di aumento di capitale delegato formulata dal Consiglio di Amministrazione e sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti indica il criterio per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni al servizio del Convertendo. Pertanto, la presente relazione ha specificamente ad oggetto l'adeguatezza, sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà, unicamente del suddetto criterio proposto dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni rivenienti dal proposto aumento di capitale;
- dalla Relazione degli Amministratori e dal *Term Sheet* non emergono vincoli di indisponibilità temporale per le azioni di nuova emissione, con godimento regolare, con conseguente piena facoltà dei sottoscrittori di riallocare i suddetti titoli sul mercato;
- come segnalato al precedente paragrafo 2, il metodo adottato ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie è stato determinato nell'ambito degli accordi intercorsi con le Banche Finanziatrici nel mese di giugno 2012. La Relazione degli Amministratori è stata approvata in data 20 dicembre 2012. L'ampio arco temporale trascorso tra le date di tali documenti e la data della presente relazione costituiscono una obiettiva difficoltà nell'espletamento del nostro incarico. Peraltro, per effetto del decorso del tempo, lo sviluppo applicativo della formula cui è legata la determinazione del premio di conversione e la connessa remunerazione del Convertendo, incluso l'effetto del diritto riconosciuto agli obbligazionisti per gli Aggiustamenti in caso di dividendi, potrebbe generare vantaggi anche significativamente superiori alla valutazione implicita dell'opzione di conversione; peraltro, tali effetti potenziali sono idealmente mitigati dall'obbligo di conversione previsto a scadenza (31 dicembre 2015) e dalla conseguente minor durata del prestito rispetto alle previsioni iniziali contenute nell'Accordo di Ristrutturazione;
- ferme restando le caratteristiche specifiche e fermo il più ampio contesto in cui l'operazione si colloca, l'effetto diluitivo sul capitale dell'Incorporante in circolazione al momento della conversione non può essere stimato al momento in termini quantitativi in quanto esso è funzione del Prezzo di Conversione, oggi non noto; il potenziale effetto diluitivo lungo la durata del Convertendo, e al tempo della conversione obbligatoria (31 dicembre 2015),

potrebbe divergere, anche significativamente, dal premio di conversione previsto nel *Term Sheet*. Del resto, non si può far a meno di considerare che, ad oggi, non esiste ancora il titolo Fondaria-SAI post Fusione;

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative largamente slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione delle metodologie valutative e, in particolare, dei metodi di mercato, può generare, pertanto, nella specifica operazione che qui interessa, valori differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
- alla data della presente relazione è stato possibile prendere visione della Relazione degli Amministratori e del *Term Sheet*. Il regolamento del Convertendo non risulta, viceversa, ad oggi ancora finalizzato e disponibile. Al riguardo, la Società ha precisato, fornendo specifica attestazione in tal senso, che il regolamento del Convertendo risulterà in linea con il suddetto *Term Sheet* che, come noto, riflette gli accordi intercorsi con le Banche Finanziatrici;
- la Relazione degli Amministratori fornisce, pur nel quadro di un'ampia e articolata trattazione della prospettata Fusione, un'illustrazione sintetica dell'iter logico seguito dall'organo amministrativo ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni rivenienti dal proposto aumento di capitale al servizio del Convertendo, senza espressamente motivare le scelte metodologiche compiute dagli Amministratori. Ciò fermo restando che, come più volte ribadito, la scelta del metodo di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie e del premio di conversione proposto dagli Amministratori della Società deve essere complessivamente collocata nel contesto unitario dell'operazione di Fusione e, in particolare, delle negoziazioni e degli accordi intercorsi, come illustrati nella Relazione degli Amministratori e richiamati al precedente paragrafo 2 della presente relazione, che hanno caratterizzato la struttura complessiva dell'operazione stessa;
- il giudizio sul metodo prescelto dagli Amministratori, oggetto della presente relazione, è da considerarsi distinto da eventuali valutazioni in ordine all'opportunità e/o convenienza dell'operazione, in ordine ai vantaggi che la prospettata ristrutturazione del debito di Premafin può comportare sulla società risultante dalla Fusione ovvero, come previsto dagli Amministratori della Società nel caso di specie, in ordine agli obiettivi di rafforzamento della struttura patrimoniale e di solvibilità della nuova realtà aggregata;
- le considerazioni sulla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo prescelto dagli Amministratori prescindono da ogni valutazione di natura contabile e fiscale.

(ii) Si segnalano inoltre i seguenti aspetti di rilievo:

- considerato che il criterio di determinazione del Prezzo di Emissione adottato dagli Amministratori è legato ai futuri andamenti di mercato, la futura delibera consiliare di aumento di capitale e la relativa esecuzione faranno riferimento ad un valore di mercato delle azioni ad oggi non noto. Pertanto, i conseguenti impatti finanziari sulla Società potranno essere influenzati, anche in modo significativo, dall'andamento dei prezzi di mercato che si realizzeranno nel periodo di riferimento per la determinazione del Prezzo di Emissione;
- il criterio prescelto dagli Amministratori fa riferimento ad un intervallo futuro, limitato e circoscritto, espressamente evidenziato nella Relazione degli Amministratori, con conseguenti

possibili effetti sulla determinazione dei corsi di borsa, e quindi del Prezzo di Emissione delle azioni, connessi all'utilizzo da parte del mercato di tali informazioni;

- in linea teorica, il premio di conversione rappresenta una maggiorazione del prezzo di emissione delle azioni risultante dall'applicazione del criterio di mercato sopra richiamato ed è quindi un fattore che si pone, in linea di principio, a vantaggio degli interessi degli azionisti di Fondiaria-SAI *post* Fusione esclusi dal diritto di opzione nell'ambito del proposto aumento di capitale. D'altro canto, occorre evidenziare che, nel caso di specie, detto premio di conversione è posto in diretto collegamento con il meccanismo individuato dagli Amministratori per la determinazione del valore teorico unitario dell'obbligazione e, in particolare, con la componente degli interessi fruttati dal titolo obbligazionario. Ne consegue che la sussistenza di un'effettiva maggiorazione del prezzo di emissione (determinata dal premio di conversione) è, di fatto, funzione del momento in cui avverrà la conversione delle obbligazioni: più precisamente, il premio si tradurrà in una concreta maggiorazione del prezzo di emissione nei casi di conversione anticipata delle obbligazioni, per tendere progressivamente a ridursi, fino ad annullarsi, nell'ipotesi di conversione a scadenza. L'approccio adottato al riguardo dagli Amministratori non appare irragionevole, in considerazione delle caratteristiche specifiche e del più ampio contesto in cui si colloca l'operazione, che risulta caratterizzata da una molteplicità di fattori che non consentono, nelle circostanze, di pervenire all'individuazione di uno specifico premio di conversione. In particolare, si rammenta che (i) i destinatari dell'aumento di capitale sono rappresentati dalle Banche Finanziatrici (ad esclusione di GE Capital) che hanno aderito all'Accordo di Ristrutturazione del debito di Premafin e da UGF, soggetto che già detiene il controllo della Società; (ii) pertanto, il Convertendo e il proposto aumento di capitale concretizzano, in sostanza, una trasformazione in capitale sociale del debito nel quale Fondiaria-SAI subentrerà per effetto per effetto dell'incorporazione di Premafin; (iii) il proposto aumento di capitale è al servizio di un prestito obbligazionario convertendo, vale a dire caratterizzato da un meccanismo opzionale che non attribuisce all'obbligazionista la facoltà di decidere se richiedere o meno la conversione del titolo obbligazionario (la conversione ha carattere obbligatorio - "*mandatory convertible*"), essendo detto meccanismo opzionale limitato alla sola scelta del momento in cui l'obbligazionista intenderà richiedere la conversione; (iv) non esiste ad oggi il titolo della Società *post* Fusione.

(iii) Si richiama inoltre l'attenzione sul seguente presupposto, che viene assunto come elemento di base per le conclusioni della presente relazione:

- il perfezionamento della Fusione è presupposto del Convertendo e del proposto aumento di capitale a servizio dello stesso; la decisione in ordine alla Fusione è, come noto, sottoposta all'approvazione delle Assemblee degli Azionisti dell'Incorporante e delle incorporande, nei termini e secondo le condizioni previste nel progetto di fusione e nelle relazioni degli Amministratori di ciascuna società partecipante alla Fusione.

10. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 9 e, in particolare, avuto riguardo a quanto evidenziato al punto (iii), riteniamo che il metodo adottato dagli Amministratori sia adeguato, in quanto nelle circostanze ragionevole e non arbitrario ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie Fondiaria-SAI nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato alle Banche Finanziatrici (ad esclusione di GE Capital) ed a UGF a servizio del Convertendo.

Torino, 1 ottobre 2013

Reconta Ernst & Young S.p.A.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ambrogio Virgilio'.

Ambrogio Virgilio
(Socio)