

DOCUMENTO INFORMATIVO
RELATIVO AD OPERAZIONI
DI MAGGIORE RILEVANZA
CON PARTI CORRELATE

redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento Consob
n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente
modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 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.**

INDICE

PREMESSA	2
1. Avvertenza	3
<i>1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate</i>	3
2. Informazioni relative alla Fusione	7
<i>2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni della Fusione</i>	7
<i>2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione sarà posta in essere, della natura della correlazione</i>	15
<i>2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per la società</i>	16
<i>2.4 Modalità di determinazione dei concambi e valutazioni circa la loro congruità</i>	17
<i>2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione</i>	31
<i>2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate in conseguenza della Fusione</i>	36
<i>2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente coinvolti nell'Operazione</i>	37
<i>2.8 Approvazione dell'Operazione</i>	37
ALLEGATI	38

PREMESSA

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”), predisposto da Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (“**UGF**”), ha ad oggetto la fusione per incorporazione (la “**Fusione**” o l’“**Operazione**”) in Fondiaria – Sai S.p.A. (“**Fonsai**” 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 particolare, in data 20 dicembre 2012, come reso noto al mercato, 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. (il “**Progetto di Fusione**”), comprensivo dello statuto dell’Incorporante *post* Fusione ivi allegato, e le relazioni illustrative ai sensi e per gli effetti dell’art. 2501-quinquies cod. civ.

Per quanto di propria competenza, il consiglio di amministrazione di UGF, in pari data, con il parere favorevole del Comitato Parti Correlate UGF (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 predisposto ai sensi dell’art. 5 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 (il “**Regolamento Parti Correlate**”), e della Procedura per l’effettuazione di Operazioni con Parti Correlate di UGF (la “**Procedura**”).

In considerazione del fatto che la Fusione vede coinvolte società controllate da UGF, ai sensi e per gli effetti della Procedura e del Regolamento Parti Correlate, l’Operazione potrebbe essere considerata esente.

Tuttavia, vista la significatività e l’importanza strategica dell’Operazione, UGF ha ritenuto di assumere un atteggiamento di massima trasparenza nei confronti del mercato, dando volontariamente applicazione alle disposizioni della propria Procedura in materia di operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza.

Analogo documento è predisposto e pubblicato rispettivamente da Premafin, Fonsai 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 inoltre che la Fusione si qualifica come “significativa” ai sensi dell’art. 70 del Regolamento adottato con delibera Consob 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.

La documentazione prevista dalla disciplina codicistica e dal D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il “**TUF**”) in relazione alla procedura di Fusione sarà messa a disposizione degli azionisti delle società coinvolte nella Fusione nei modi e nei tempi previsti ai sensi di legge e di regolamento.

* * *

1. Avvertenza

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

Alla data del presente Documento Informativo gli organi di amministrazione delle società coinvolte nella Fusione sono così composti.

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.

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.

Il comitato parti correlate di UGF è composto dai seguenti quattro consiglieri indipendenti non correlati: Pier Luigi Morara (Presidente), Massimo Masotti, Francesco Vella e Luca Zaccherini (il “**Comitato Parti Correlate UGF**”).

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.

Unipol Assicurazioni è soggetta al controllo totalitario di UGF.

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 ha poi nominato,

con riferimento al Progetto di Integrazione per Fusione (come di seguito definito), i consiglieri indipendenti chiamati a far parte del comitato 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, Germana Ravaioli, Luigi Reale e Rossana Zambelli. Tra questi i consiglieri non esecutivi indipendenti non correlati Rossana Zambelli - in qualità di *Lead Coordinator* - Silvia Cipollina e Luigi Reale, sono stati designati quali componenti del comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate (il "**Comitato Parti Correlate Premafin**").

Fonsai

Nell'assemblea ordinaria del 30 ottobre 2012 è stato rinnovato il consiglio di amministrazione di Fonsai. Il rinnovato consiglio ha poi nominato, con riferimento al Progetto di Integrazione per Fusione (come di seguito definito), i consiglieri indipendenti chiamati a far parte del comitato parti correlate. Il consiglio di amministrazione di Fonsai è composto dai seguenti membri: 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 non correlati Angelo Busani – in qualità di *Lead Coordinator* – Barbara Tadolini e Giampaolo Galli sono stati designati quali componenti del comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate (il "**Comitato Parti Correlate Fonsai**").

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 al Progetto di Integrazione per Fusione (come di seguito definito), i consiglieri indipendenti chiamati a far parte del comitato parti correlate. 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. Tra questi i consiglieri indipendenti Antonio Rizzi – in qualità di *Lead Coordinator* – Gianluca Brancadoro e Cristina De Benedetti, sono stati designati quali componenti del comitato competente per l'esame delle operazioni con parti correlate (il "**Comitato Parti Correlate Milano Assicurazioni**").

Nella deliberazione con cui il consiglio di amministrazione di UGF ha condiviso, nei termini illustrati in Premessa, l'Operazione, 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 Pierluigi Stefanini, in quanto ricopre le cariche di: (i) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Fonsai; (ii) Presidente del consiglio di amministrazione di Premafin; (iii) consigliere di Unipol Assicurazioni; (iv) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Milano Assicurazioni;

- il Vicepresidente del consiglio di amministrazione Piero Collina, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Unipol Assicurazioni; (ii) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Premafin;
- l'Amministratore Delegato Carlo Cimbri, in quanto ricopre le cariche di: (i) Amministratore Delegato di Fonsai; (ii) consigliere di Premafin; (iii) Amministratore Delegato di Unipol Assicurazioni; (iv) Amministratore Delegato di Milano Assicurazioni, nonché titolare di n. 210 azioni ordinarie in UGF;
- il consigliere Francesco Berardini, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Fonsai; (ii) Vicepresidente di Unipol Assicurazioni;
- il consigliere Rocco Carannante, in quanto titolare di n. 6720 azioni privilegiate in UGF;
- il consigliere Sergio Costalli, in quanto ricopre la carica di consigliere di Fonsai;
- il consigliere Ernesto Dalle Rive, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Fonsai; (ii) consigliere di Premafin; (iii) consigliere di Unipol Assicurazioni;
- il consigliere Vincenzo Ferrari, in quanto ricopre la carica di 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 Fonsai;
- il consigliere Claudio Levorato, in quanto ricopre la carica di consigliere di Fonsai;
- il consigliere Ivan Malavasi, in quanto titolare di n. 6594 azioni ordinarie in UGF;
- il consigliere Enrico Migliavacca, in quanto ricopre la carica di consigliere di Unipol Assicurazioni;
- il consigliere Milo Pacchioni, in quanto ricopre la carica di consigliere di Fonsai;
- il consigliere Marco Pedroni, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Fonsai; (ii) consigliere di Premafin; (iii) consigliere di Unipol Assicurazioni
- il consigliere Giuseppe Politi, in quanto titolare di n. 5 azioni ordinarie in UGF;
- il consigliere Luca Zaccherini, in quanto titolare di n. 2982 azioni ordinarie in UGF.

Nella deliberazione con cui il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni ha approvato la 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 Vanes Galanti, in quanto ricopre le cariche di (i) consigliere di UGF; (ii) consigliere di Fonsai;
- il Vicepresidente del consiglio di amministrazione Francesco Berardini, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Fonsai; (ii) consigliere di UGF;

- l'Amministratore Delegato Carlo Cimbri, in quanto ricopre le cariche di: (i) Amministratore Delegato di Fonsai; (ii) consigliere di Premafin; (iii) Amministratore Delegato di UGF; (iv) Amministratore Delegato di Milano Assicurazioni, nonché titolare di n. 210 azioni ordinarie in UGF;
- il consigliere Maurizio Castellina, in quanto titolare di n. 1491 azioni ordinarie e n. 5961 azioni privilegiate in UGF;
- il consigliere Piero Collina, in quanto ricopre le cariche di: (i) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di UGF; (ii) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Premafin;
- il consigliere Ernesto Dalle Rive, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Fonsai; (ii) consigliere di Premafin; (iii) consigliere di UGF;
- il consigliere Vincenzo Ferrari, in quanto ricopre la carica di consigliere di UGF;
- il consigliere Roberto Giay, in quanto ricopre la carica di Amministratore Delegato di Premafin, nonché titolare di n. 315 azioni ordinarie in UGF;
- il consigliere Enrico Migliavacca, in quanto ricopre la carica di consigliere di UGF;
- il consigliere Marco Minella, in quanto ricopre la carica di consigliere di Fonsai;
- il consigliere Luigi Passuti, in quanto titolare di n. 150 azioni privilegiate in UGF;
- il consigliere Marco Pedroni, in quanto ricopre le cariche di: (i) consigliere di Fonsai; (ii) consigliere di Premafin; (iii) consigliere di UGF;
- il consigliere Pierluigi Stefanini, in quanto ricopre le cariche di: (i) Presidente del consiglio di amministrazione di UGF; (ii) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Fonsai; (iii) Presidente del consiglio di amministrazione di Premafin; (iv) Vicepresidente del consiglio di amministrazione di Milano 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) nelle date indicate nel paragrafo 2.1 che segue sono stati rinnovati i consigli di amministrazione di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni con la nomina dei consiglieri sopra indicati, in maggioranza espressione di UGF, pur nel rispetto della disciplina vigente in materia di nomina degli amministratori indipendenti, e (cc) a far data dal 14 novembre 2012, UGF esercita attività di direzione e coordinamento oltre che su Unipol Assicurazioni, anche su Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni. Fermo restando quanto precede, le attività relative alla determinazione dei concambi e degli ulteriori elementi giuridici ed economici della Fusione sono state effettuate nel rispetto della disciplina in materia di operazioni con parti correlate prevista, oltreché dalla Procedura, dalle procedure rispettivamente adottate da Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni.

2. Informazioni relative alla Fusione

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni della Fusione

In data 29 gennaio 2012, UGF e Premafin hanno stipulato un accordo (l'“**Accordo di Investimento**”), integrato con 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 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 (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 (il “**Piano di Risanamento**”) e, conseguentemente, la ricapitalizzazione di Premafin attraverso un aumento di capitale riservato a UGF (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, del 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.

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 (**“AGCM”**) con provvedimento n. 23678 del 19 giugno 2012 caso C11524 (il **“Provvedimento”**), è prevista la dismissione da parte del Gruppo Assicurativo Unipol (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* (la **“Dismissione”**).

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 all'identificazione del perimetro degli *assets* oggetto 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 (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 AGCM.

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.

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 successivamente alla Fusione, 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 (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 Finanziatrici/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* cod. civ. 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 *ex art. 2420-ter* cod. civ. e *ex art. 2443* cod. civ. in conformità con quanto illustrato.

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.

In conseguenza della Fusione, tutte le azioni delle Incorporande saranno annullate e concambiate con azioni ordinarie o di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante la quale, per servire il concambio (¹), procederà: (i) ad assegnare le azioni Fonsai di proprietà delle Incorporande, mediante redistribuzione delle stesse senza che esse passino mai nel patrimonio di Fonsai come azioni proprie; (ii) ad aumentare il

¹ Sul punto più diffusamente v. il successivo paragrafo 2.5.

proprio capitale sociale per massimi complessivi Euro 953.894.503,64, mediante emissione di massime n. 1.632.878.373 azioni ordinarie di nuova emissione e di massime n. 55.430.483 azioni di risparmio di categoria “B” di nuova emissione, tutte prive del valore nominale ⁽²⁾.

L’emissione delle nuove azioni, ordinarie e di risparmio di categoria “B”, avverrà pertanto a fronte di un aumento di capitale pari ad Euro 0,565 per ogni nuova azione emessa.

Le azioni ordinarie e di risparmio di categoria “B” di nuova emissione dell’Incorporante saranno quotate al pari delle azioni della medesima Incorporante già in circolazione. Nessun onere sarà posto in capo agli 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 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* art. 2420-*ter* cod. civ. 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
- (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”).

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 richiama quanto previsto dagli Accordi

² 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.

Integrativi, debitamente comunicati al mercato, secondo cui il diritto di recesso non spetta agli *ex-azionisti* di riferimento di Premafin.

Inoltre, 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 dell'art. 146 del TUF. 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.

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. In tale evenienza, 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 *infra* indicati ⁽³⁾.

Qualora, invece, la predetta assemblea speciale di Milano Assicurazioni dovesse approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fonsai, agli azionisti di risparmio di Milano che, nel contesto del Progetto di Integrazione per Fusione, 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.

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

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.

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 dell'art.

³ 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.

201 del Codice delle Assicurazioni Private e degli artt. 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 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* 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 la relazione illustrativa degli amministratori *ex art. 2501-quinquies* cod. civ., quale approvata dal consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni 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, della natura della correlazione

Alla data del Documento Informativo, l'Incorporante e le Incorporande sono controllate, direttamente e indirettamente, da UGF, che detiene una partecipazione:

- (i) diretta, pari al 100% del capitale sociale ordinario di Unipol Assicurazioni;
- (ii) diretta, pari al 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 e quella indiretta, per il tramite di Premafin, è pari al 37,02% del capitale sociale ordinario (di cui il 4,17% detenuto da Finadin);
- (iv) indiretta, tramite Fonsai, pari al 63,40% del capitale sociale ordinario di Milano Assicurazioni.

Contestualmente alla stipulazione dell'Accordo di Investimento, e con documento separato, UGF ha assunto l'impegno a non proporre e, in ogni caso, a votare 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 degli amministratori e sindaci di Premafin, Fonsai, Milano Assicurazioni e rispettive controllate in carica negli ultimi cinque anni (2007 - 2011) per l'operato o l'attività svolta nella qualità di amministratore o di sindaco delle predette società fino alla data di sottoscrizione dell'Accordo di Investimento (la "Clausola") ⁽⁴⁾. 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'offerta pubblica di acquisto obbligatoria delle varie fasi dell'operazione di integrazione con il Gruppo Premafin/Fondiarìa - 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

⁴ Con comunicazione del 18 aprile 2012, la Consob ha ritenuto che la Clausola avesse natura parasociale ai sensi dell'art. 122 del TUF. 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.

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.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione 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, tra cui i seguenti:

- (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 di UGF sulla società assicurativa risultante dalla Fusione. Difatti, sebbene alla data odierna UGF 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 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

2.4.1. Premessa

Ai fini della determinazione dei rapporti di cambio *infra* indicati le società partecipanti alla Fusione si sono avvalse di primari *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità, e segnatamente:

- per Unipol Assicurazioni, Lazard e Gualtieri e Associati;
- per Fonsai, Goldman Sachs, il Prof Mario Cattaneo e Citi (quest'ultimo *advisor* finanziario del Comitato Parti Correlate Fonsai);
- 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, il Prof. Angelo Provasoli e Rothschild (quest'ultima anche *advisor* finanziario del Comitato Parti Correlate Milano Assicurazioni).

Per quanto di propria competenza, come detto in Premessa, il consiglio di amministrazione di UGF ha espresso all'unanimità 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, previo parere favorevole espresso all'unanimità dal Comitato Parti Correlate UGF che si è avvalso, quale primario *advisor* finanziario indipendente e di comprovata professionalità, di J.P. Morgan Limited. Ai fini delle proprie valutazioni, il consiglio di amministrazione di UGF si è avvalso, quali primari *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità, di Lazard e Gualtieri e Associati.

Le metodologie utilizzate da Unipol Assicurazioni sono riportate nel presente Documento Informativo e nei rispettivi allegati. Le metodologie utilizzate da Fonsai, Premafin e Milano Assicurazioni, anch'esse parti correlate di UGF, sono contenute 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.

2.4.2. I rapporti di cambio

Nelle riunioni del 20 dicembre 2012, i consigli di amministrazione delle società partecipanti alla Fusione, dopo aver esaminato le relazioni dei rispettivi *advisors* finanziari sopra indicati e con il supporto e le indicazioni di questi ultimi, preso atto – per Fonsai, Milano Assicurazioni e Premafin – del motivato parere favorevole dei rispettivi Comitati Parti Correlate all'uopo istituiti, hanno approvato, tenuto conto dei *range* di valutazione fissati dagli *advisor* finanziari, i seguenti rapporti di cambio:

- 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.

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 dell’Incorporante. Con riferimento al concambio tra le azioni di risparmio Milano Assicurazioni e le 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 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 ⁽⁵⁾.

Si segnala inoltre 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.

⁵ Per ulteriori informazioni sul punto si rinvia a quanto precedentemente indicato *sub* paragrafo 2.1, alla sezione “Profili societari e regolamentari della Fusione”.

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 2012 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 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: 10,70%;
- 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 – del previsto pagamento da parte di Unipol Assicurazioni di un dividendo ordinario di Euro 150 milioni in considerazione dei risultati economici 2012, nonché degli ulteriori elementi indicati nel successivo paragrafo 2.4.4.

Alla luce di tali attività valutative, si è addivenuti alla determinazione dei rapporti di cambio indicati nel Progetto di Fusione e nel presente paragrafo, in dipendenza dei quali le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell’Incorporante *post* Fusione sono quelle indicate nella tabella che segue:

<i>Azionista</i>	<i>Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni</i>	<i>Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni</i>
UGF	61,00% (*)	68,29% (*)
Altri azionisti PREMAFIN	0,85%	0,97%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	n.a.

(*) 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 Documento Informativo. L’indicazione della partecipazione rilevante detenuta direttamente e indirettamente da UGF nel capitale sociale (ordinario e complessivo) dell’Incorporante *post* Fusione è contenuta nelle tabelle indicate nel successivo paragrafo 2.5.

(*) 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 Documento Informativo. L’indicazione della partecipazione rilevante detenuta direttamente e indirettamente da UGF nel capitale sociale (ordinario e complessivo) dell’Incorporante *post* Fusione è contenuta nelle tabelle indicate nel successivo paragrafo 2.5.

Altri azionisti FONSAI	27,46%	30,74%
-------------------------------	--------	--------

2.4.3. Metodologie di valutazione utilizzate ai fini della determinazione del rapporto di cambio da Unipol Assicurazioni.

Si riportano di seguito le valutazioni effettuate dal consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni sulla determinazione dei rapporti di cambio e nel successivo paragrafo 2.4.5 quelle effettuate dal consiglio di amministrazione e dal Comitato Parti Correlate UGF sull'interesse di quest'ultima e dei suoi azionisti all'attuazione dell'Operazione, nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione medesima.

Il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni ha preso atto e fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dagli *advisor* finanziari di Unipol Assicurazioni ai fini della determinazione dei rapporti di cambio, metodologie che di seguito vengono illustrate.

Il presupposto fondamentale delle valutazioni effettuate nell'ambito di una fusione è l'individuazione di valori economici confrontabili, funzionali alla determinazione del rapporto di cambio. A questi fini l'omogeneità e la comparabilità dei metodi di stima adottati costituiscono gli elementi principali per la determinazione dei metodi di valutazione da adottare. Le metodologie prescelte non vanno analizzate singolarmente ma vanno considerate come parte di un unico processo di valutazione. Le valutazioni sono state effettuate con il fine di esprimere una stima comparativa del valore delle società partecipanti alla Fusione; vanno pertanto unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla Fusione e non si riferiscono in alcun modo a valori assoluti di qualsiasi delle società partecipanti né possono essere considerati rappresentative dei prezzi di mercato attuali o stimati.

Nel caso di specie, si è proceduto all'applicazione di metodologie di stima normalmente utilizzate nella miglior prassi valutativa italiana e internazionale tenuto conto delle specificità operative e di *business* proprie delle compagnie assicurative coinvolte nell'operazione, e tenendo altresì in considerazione le finalità delle analisi e i valori fondamentali di Unipol Assicurazioni e delle altre società partecipanti all'operazione. Inoltre si sono considerate le proiezioni economiche-finanziarie contenute nei piani industriali 2013-2015 delle società partecipanti all'operazione consolidati (per Fonsai e Milano Assicurazioni) e individuali (per Unipol Assicurazioni e Premafin, inclusive di quelle relative a Finadin) e le informazioni rese disponibili da ciascuna società partecipante alla Fusione.

Le valutazioni delle società partecipanti alla Fusione sono state effettuate in un'ottica *stand-alone*, senza quindi tener conto delle potenziali sinergie derivanti della Fusione.

Per la determinazione del valore di riferimento di Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni, il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni ha preso a riferimento le metodologie utilizzate dagli *advisor* finanziari di Unipol Assicurazioni, e segnatamente: l'Appraisal Value/Somma delle Parti, il

Dividend Discount Model (“DDM”) e il metodo dei Multipli di Mercato. In aggiunta ai predetti metodi valutativi Gualtieri e Associati ha utilizzato anche il metodo della Retta di Regressione (Value Map).

Per quanto riguarda Premafin, in quanto *holding* di partecipazioni finanziarie, la valutazione è stata effettuata utilizzando un metodo patrimoniale semplice (NAV) determinando il valore della partecipazione direttamente e indirettamente posseduta in Fonsai in “trasparenza” mediante l’applicazione delle diverse metodologie sopra indicate.

Non sono stati presi a riferimento delle valutazioni i prezzi di Borsa non essendo Unipol Assicurazioni una società quotata e data l’elevata volatilità nonché la limitata liquidità e copertura da parte degli analisti finanziari dei titoli di alcune delle società partecipanti alla Fusione.

La data di riferimento delle valutazioni è il 30 settembre 2012.

Si è tenuto conto che, prima della data di efficacia civilistica della Fusione, (i) venga completato l’aumento di capitale di Unipol Assicurazioni di Euro 600 milioni descritto in premessa, e (ii) Unipol Assicurazioni distribuisca un dividendo ordinario riferibile all’esercizio 2012 a favore di UGF pari a complessivi Euro 150 milioni.

Si è tenuto altresì conto di quanto condiviso nell’ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, ivi inclusa 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.

In considerazione delle modalità e dei tempi previsti per l’esercizio del diritto di recesso, e non essendo possibile quantificarne gli impatti futuri, non si è tenuto conto degli eventuali recessi che dovessero essere esercitati da parte degli azionisti di Premafin e/o degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che non abbiano concorso nelle deliberazioni rilevanti.

Non è stata altresì considerata la Dismissione – di cui è previsto il perfezionamento successivamente alla data di efficacia civilistica della Fusione – perché ad oggi non esistono stime dei valori conseguibili da essa.

Ai fini della ripartizione del valore di Fonsai e di Milano Assicurazioni tra azioni ordinarie e azioni di risparmio si è fatto riferimento – in coerenza con la miglior prassi valutativa – al calcolo del numero delle azioni ordinarie equivalenti determinato sulla base dello scarto di quotazione (premio o sconto) tra le azioni di risparmio e le corrispondenti azioni ordinarie riscontrato sul mercato borsistico sulla base dei

prezzi ufficiali medi ponderati di Borsa a far data dal 6 agosto 2012 (primo giorno di quotazione delle azioni di risparmio di categoria “B” Fonsai) fino al 14 dicembre 2012.

Di seguito sono illustrati i metodi valutativi utilizzati e i principali parametri presi a riferimento per l’applicazione di ciascun metodo.

Metodo dell’Appraisal Value/Somma delle Parti.

Questo metodo, tra i più utilizzati per le valutazioni delle compagnie di assicurazioni, consiste nel calcolo dell’Appraisal Value (“W”) definito come somma (i) dell’Embedded Value (“EV”), (ii) del *goodwill* che deriva dalla capacità dell’azienda di acquisire nuovi contratti sul *business* Vita (“VNB”), e (iii) del Goodwill Danni .

Dove:

EV = Adjusted Net Asset Value (ANAV) + Value of Business In-Force (VIF)

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

VIF = valore intrinseco del portafoglio Vita, stimato sulla base del valore attuariale degli utili futuri del portafoglio Vita in essere alla data della valutazione

VNB = valore della nuova produzione Vita (Value of New Business)

Goodwill Danni: avviamento attribuibile al *business* Danni

Il VIF è stato rettificato per tenere conto del livello *target* del margine di solvibilità ipotizzato per il ramo Vita basandosi su valori determinati dai due *advisor* finanziari di Unipol Assicurazioni che si sono posizionati al 130% e al 140%.

Il valore della nuova produzione Vita (VNB) è stato determinato tramite moltiplicatori teorici stimati sulla base del costo del capitale e delle attese di crescita da applicarsi al valore della nuova produzione Vita relativo ai dodici mesi precedenti il 30 settembre 2012 per Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni.

Il Goodwill Danni è stato stimato con il metodo Dividend Discount Model (si rinvia alla sezione successiva per una descrizione della metodologia) sulla base dei piani industriali delle tre società relativi al ramo Danni e assumendo un livello di margine di solvibilità *target* per il ramo Danni prendendo a riferimento le ipotesi degli *advisor* finanziari di Unipol Assicurazioni che si sono posizionati al 140% e al 160%.

I flussi di dividendo sono stati attualizzati utilizzando un *cost of equity* compreso tra il 12% e il 12,50% determinato, come è prassi, applicando la metodologia del Capital Asset Pricing Model (CAPM) sulla base della seguente formula:

$$(K_e) = \text{tasso } risk\ free + \text{beta} * \text{premio per il rischio}$$

dove il tasso *risk free* adottato fa riferimento al BTP decennale della Repubblica italiana, il beta è il fattore di correlazione tra rendimento di un'azione e rendimento del mercato di riferimento ed infine il premio per il rischio indica l'*extra*-rendimento richiesto dal mercato azionario rispetto al tasso *risk free*.

È stato utilizzato un tasso di crescita perpetua (*g*) in un *range* 1.0/1.5 nel calcolo del Terminal Value.

Ai fini della stima del Terminal Value il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano è stato rettificato (*i*) per rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, (*ii*) in modo da tener conto di un parziale allineamento del rendimento finanziario relativo al ramo Danni, e (*iii*) per tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche avendo riguardo della sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Gualtieri e Associati ha peraltro stimato separatamente il valore del *business* Vita mediante il metodo dell'Appraisal Value, il valore del *business* Danni mediante il metodo del Dividend Discount Model (DDM) e per Fonsai e Milano Assicurazioni anche il valore dell'area del *business* immobiliare delle altre attività diversificate.

Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (Dividend Discount Model o DDM).

Il Dividend Discount Model è un metodo analitico che si fonda sul principio che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che essa corrisponderà agli azionisti. Nella sua variante "excess capital", ritenuta la più adeguata in considerazione delle caratteristiche delle società cui tale metodologia è applicata, il DDM determina il valore economico 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 di patrimonializzazione, e (ii) del valore attuale del Terminal Value, calcolato assumendo una crescita perpetua costante dei flussi di dividendo oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica.

L'applicazione del DDM in versione "excess capital" si articola nelle seguenti fasi:

- previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;
- determinazione del tasso di attualizzazione (*cost of equity*) e del tasso di crescita perpetua (*g*) nel calcolo del Terminal Value.

Per la stima dei dividendi potenzialmente distribuibili, prendendo a riferimento le ipotesi formulate dagli *advisor* finanziari di Unipol Assicurazioni, sono state considerate soluzioni che in un caso prevedono un margine di solvibilità *target* del 140% e, nell'altro caso, prevedono un margine di solvibilità *target*

differenziato per il ramo Vita (130%) e per il ramo Danni (160%). I flussi di dividendi sono stati attualizzati utilizzando un *cost of equity* tra il 12% e il 12,50% e un tasso di crescita perpetua (*g*) in un *range* 1.0/1.5%.

Ai fini della stima del Terminal Value il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano è stato rettificato (*i*) per rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, (*ii*) in modo da tener conto di un parziale allineamento del rendimento finanziario relativo al ramo Danni, e (*iii*) per tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche avendo riguardo della sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Metodologia dei Multipli di Mercato.

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di una società sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti (multipli) tra il prezzo di mercato e alcune metriche economico-finanziarie rilevanti. L'applicazione di tali multipli alle medesime grandezze delle società oggetto di valutazione consente di giungere a determinare il valore economico delle stesse.

L'applicazione di tale criterio prevede:

- A) la definizione di un campione di compagnie assicurative di riferimento ritenute ragionevolmente comparabili, che nel caso di specie comprende: Allianz, AXA, Zurich, Generali, Aviva, Baloise, Helvetia. In aggiunta Gualtieri e Associati ha incluso nel campione anche le società Mapfre, Sampo e Catalana;
- B) la stima del relativo multiplo P/E per ogni compagnia selezionata sulla base delle previsioni di utile netto relative agli anni 2013, 2014 e 2015 secondo le stime degli analisti finanziari e considerando i prezzi di Borsa al 14 dicembre 2012 nonché una media dei prezzi di Borsa degli ultimi sei mesi;
- C) l'applicazione dei multipli P/E così determinati agli utili netti attesi di Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni desunti dai piani industriali predisposti dalle società cui tale metodologia è applicata, normalizzati per tenere conto di alcune componenti non ricorrenti.

In particolare, si è fatto riferimento alle risultanze degli *advisor* finanziari di Unipol Assicurazioni, che hanno preso in considerazione in un caso i risultati derivanti dall'applicazione del multiplo relativo all'anno 2014, e nell'altro caso i risultati derivanti dall'applicazione del multiplo relativo agli anni 2014 - 2015.

Metodo della Retta di Regressione (Value Map).

Il metodo della *Value Map* determina il valore della società analizzando la relazione matematica esistente tra la redditività e la dotazione patrimoniale di una società, tale relazione è stimata con l'utilizzo della regressione statistica lineare.

In particolare, il processo di valutazione prevede i seguenti passaggi:

- si individua un campione di società quotate comparabili per attività e modello di *business* a quella da valutare. Per tale metodologia, utilizzata da Gualtieri e Associati, quest'ultimo ha fatto riferimento allo stesso campione individuato per la metodologia dei multipli di mercato;
- per ciascuna delle società appartenenti al campione e per la società oggetto di valutazione si rilevano il prezzo di borsa e le grandezze rispetto alle quali si vuole condurre l'analisi;
- si effettua la regressione statistica lineare tra le grandezze considerate per l'intero campione selezionato, assumendo che la relazione funzionale tra le variabili sia la seguente:

$$m = a + b * r$$

dove "m" è il multiplo prescelto (dato dal rapporto tra il prezzo di mercato P e la grandezza economica o patrimoniale selezionata, "d"), "r" è l'indicatore di redditività selezionato, "a" e "b" sono rispettivamente l'intercetta e la pendenza della retta di regressione;

- si verifica la significatività statistica dei risultati ottenuti;
- si stima il valore della società sulla base del suo r, del suo d e dei parametri, "a" e "b", stimati dalla regressione.

Il metodo Value Map è stato applicato regredendo (con una regressione statistica lineare) il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (Price/Tangible Equity o P/TE) e la redditività dell'anzidetto patrimonio, espressa dall'indicatore ROATE (Return on Average Tangible Equity), delle società comparabili.

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

In particolare la regressione è stata calcolata tra:

Media ad un mese del prezzo di borsa / TE riferito all'anno n

e

Utili netti rettificati dell'anno n / media del TE tra (n-1) e n

2.4.3. Elementi intervenuti successivamente allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione che sono stati tenuti in considerazione ai fini delle valutazioni.

In sede di determinazione dei rapporti di cambio si è tenuto conto di molteplici elementi e aggiornamenti rispetto alle informazioni disponibili alla data dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione. Si sintetizzano di seguito i principali elementi successivi allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione che sono stati tenuti in considerazione, oltre a quanto rappresentato precedentemente, ai fini delle valutazioni:

- 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; ⁽⁶⁾
- risultanze patrimoniali ed economiche nei primi nove mesi del 2012 (mentre nello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione si faceva riferimento a risultanze al 31 dicembre 2011, eventualmente integrate per tenere conto dell'evoluzione del contesto del mercato fino a marzo 2012);
- 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;
- distribuzione da parte di Unipol Assicurazioni prima del completamento della Fusione di un dividendo ordinario riferibile all'esercizio 2012 pari a Euro 150 milioni.

2.4.4. Sintesi delle principali difficoltà di valutazione

Le principali difficoltà incontrate nelle analisi valutative svolte sono le seguenti:

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

⁶ Come già comunicato al mercato, si conferma che nel piano industriale congiunto 2013-2015 dell'Incorporante *post* Fusione sono previsti, per il periodo 2012-2015, rafforzamenti delle riserve sinistri danni di esercizi precedenti per circa Euro 900 milioni, e nello specifico che detti rafforzamenti: (*aa*) sono di competenza dell'esercizio 2012 per un ammontare stimato di circa Euro 750 milioni, di cui circa Euro 650 milioni riferibili al perimetro del consolidato Fonsai (Euro 350 milioni circa a quello di Milano Assicurazioni) e circa Euro 100 milioni a Unipol Assicurazioni; (*bb*) sono già ricompresi nelle situazioni economico-patrimoniali al 30 settembre 2012, per un ammontare di circa Euro 380 milioni.

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

* * * * *

Sulla base delle metodologie indicate e della loro applicazione, gli *advisor* finanziari hanno ritenuto congrui dal punto di vista finanziario i concambi azionari sopra richiamati. I pareri predisposti dagli *advisor* di Unipol Assicurazioni sono allegati al presente Documento Informativo.

* * * * *

2.4.5. Valutazioni di UGF in merito all'Operazione

Come anticipato, per quanto riguarda invece UGF l'Operazione è stata valutata positivamente, per quanto di propria competenza, dal Consiglio di Amministrazione coadiuvato dagli *advisor* Lazard e Gualtieri e Associati, previo parere favorevole del Comitato Parti Correlate UGF, espresso all'unanimità, anche sulla base del supporto fornito dall'*advisor* indipendente J.P.Morgan Limited.

In particolare, a fondamento delle proprie valutazioni sulla convenienza, correttezza e congruità dell'Operazione per UGF e i suoi azionisti, il Comitato Parti Correlate UGF, avendo valutato:

- la documentazione relativa alla Fusione;
- i metodi di valutazione adottati da J.P.Morgan Limited a supporto del Comitato e le conseguenti analisi e stime;
- il parere di *fairness* rilasciato da J.P.Morgan Limited a supporto del Comitato (allegato al presente Documento Informativo), ed in particolare:
 - (aa) i risultati derivanti dal complesso dei metodi di valutazione adottati da J.P.Morgan Limited, e segnatamente una valutazione con approccio "somma delle parti", multipli di società comparabili quotate, analisi di regressione e NAV (quest'ultimo metodo, come sopra rappresentato, applicato solo per Premafin);
 - (bb) i valori relativi ottenuti utilizzando tali metodi valutativi, e in particolare i rapporti di cambio della Fusione nonché, per l'effetto, le percentuali partecipative di UGF nell'Incorporante *post* Fusione indicate nel successivo paragrafo 2.5;
 - (cc) le rilevanti sinergie industriali che derivano dalla realizzazione della Fusione, anche nell'ipotesi in cui Milano Assicurazioni non vi partecipasse;

- (dd) il fatto che – anche sulla base delle valutazioni espresse da J.P.Morgan Limited e del piano industriale congiunto 2013 - 2015 dell’Incorporante *post* Fusione – UGF potrebbe ottenere importanti benefici dalla realizzazione della Fusione; e
- (ee) il fatto che, dal momento 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,

ha ritenuto che, nella prospettiva di UGF e dei propri azionisti:

- la Fusione sia operazione conveniente e corretta;
- i rapporti di cambio siano congrui da un punto di vista finanziario anche alla luce del parere di congruità di J.P.Morgan Limited; e
- la percentuale partecipativa di UGF al capitale sociale ordinario e al capitale sociale complessivo dell’Incorporante *post* Fusione nella misura *infra* indicata, per le due ipotesi in cui Milano Assicurazioni partecipi o non partecipi alla Fusione, sia congrua.

In conclusione, il Comitato Parti Correlate UGF, in conformità alle previsioni degli artt. 4 e 7 della Procedura ed esaminata la relazione predisposta da J.P.Morgan Limited, ha espresso all’unanimità parere favorevole sull’interesse di UGF e dei suoi azionisti al compimento dell’Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell’Operazione.

Al presente Documento Informativo viene allegata altresì la *fairness* opinion di J.P.Morgan Limited.

* * * * *

Come anticipato, il Consiglio di Amministrazione di UGF si è avvalso – anche nell’interesse di Unipol Assicurazioni – della consulenza di *advisor* indipendenti di primario *standing*, e segnatamente di Lazard e di Gualtieri e Associati. In aggiunta, il Comitato Parti Correlate UGF ha nominato J.P. Morgan Limited quale proprio *advisor* indipendente e di primario *standing*.

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 la società nelle determinazioni relative alla valutazione della congruità dei rapporti di cambio e della convenienza e correttezza dell’operazione.

Tutti i predetti *advisor* hanno esaurientemente rappresentato i propri rapporti con UGF, Unipol Assicurazioni e altre società appartenenti al Gruppo Unipol e hanno ritenuto di poter prestare l’attività richiesta nel contesto dell’Operazione con autonomia e indipendenza. In particolare:

➤ J.P.Morgan Limited ha rappresentato la propria indipendenza e ha dichiarato che (i) nel corso dell'attività ordinaria, la società e le sue affiliate appartenenti al gruppo J.P. Morgan Chase & Co. hanno intrattenuto, e continueranno ad intrattenere, relazioni economiche continuative di *investment banking* o di altra natura commerciale con UGF, Fonsai, le altre Incorporande e le loro rispettive società affiliate; (ii) con riferimento a tali relazioni economiche, J.P.Morgan Limited e le società affiliate hanno ricevuto, e continueranno a ricevere, compensi in linea con la prassi di mercato. In aggiunta, nel corso dell'attività ordinaria J.P.Morgan Limited e le sue società affiliate potrebbero negoziare attivamente, sia sul mercato azionario sia sul mercato del debito, titoli di UGF, di Fonsai o di una delle altre Incorporande (comprese le società a queste collegate e affiliate), per conto proprio o per conto di propri clienti e, conseguentemente, potrebbero assumere posizioni lunghe o corte su detti titoli. In particolare, a oggi, J.P.Morgan Limited è a conoscenza delle seguenti partecipazioni detenute da società affiliate a J.P.Morgan Limited o da quest'ultima controllate:

- a) una partecipazione pari all'1,05% del capitale sociale di Finsoe S.p.A., azionista di controllo di UGF (“**Finsoe**”);
- b) una partecipazione pari allo 0,01% delle azioni ordinarie Fonsai e allo 0,86% delle azioni di risparmio di classe “A” Fonsai;
- c) una partecipazione pari al 2,24% delle azioni di risparmio Milano Assicurazioni; e
- d) una partecipazione pari allo 0,04% del capitale sociale di UGF.

Nel corso dei due anni antecedenti la data della *fairness opinion*, J.P.Morgan Limited e le società affiliate hanno intrattenuto relazioni commerciali o di *investment banking* con UGF, ovvero con sue società controllate o affiliate, con riferimento alle quali sono stati ricevuti compensi in linea con la prassi di mercato.

Infine, J.P.Morgan Limited ha confermato di intrattenere molteplici relazioni commerciali con clienti di differenti settori industriali e di diverse aree geografiche, aventi a oggetto differenti tipologie di prodotti, nonché di adottare, e di essere tenuta a conservare, procedure sui conflitti di interesse che sono finalizzate a identificare, gestire e monitorare i potenziali conflitti di interesse. J.P.Morgan Limited ha confermato al Comitato Parti Correlate UGF, alla data di rilascio della propria *fairness opinion*, dopo aver applicato le suddette procedure sui conflitti di interesse, di non aver avuto, secondo il proprio giudizio, un conflitto di interesse che le avrebbe impedito di rilasciare la *fairness opinion* in favore del Comitato Parti Correlate UGF.

➤ Lazard ha rappresentato la propria indipendenza e ha dichiarato che (i) per i servizi resi a Unipol Assicurazioni riceverà un corrispettivo, una cui parte sarà dovuta a seguito dell'approvazione del Progetto di Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Unipol Assicurazioni e che (ii) agisce in qualità di consulente finanziario di UGF in relazione all'Operazione (attività per la quale ha ricevuto il pagamento di un corrispettivo), e ha fornito in passato servizi di consulenza finanziaria a Fonsai

per i quali sono state corrisposte le usuali commissioni. Lazard ha altresì dichiarato di agire in qualità di *advisor* finanziario per le banche creditrici di Sinergia Holding di Partecipazioni S.p.A. (“**Sinergia**”), *holding* della famiglia Ligresti, e delle relative controllate (fatta eccezione per Premafin), attività per cui potrebbe ricevere il pagamento di un corrispettivo. In data 13 giugno 2012, Sinergia e la sua controllata, Immobiliare Costruzioni Im.co. S.p.A., sono state dichiarate fallite dal Tribunale di Milano; Fonsai, Premafin e Milano Assicurazioni sono creditrici di Sinergia e alcune delle sue società controllate. Inoltre, alcune società appartenenti al Gruppo Lazard potranno negoziare azioni e altri titoli delle società partecipanti alla Fusione per proprio conto e per conto dei propri clienti. Lazard ha inoltre confermato che non è stata richiesta di partecipare e non ha partecipato alla negoziazione o alla definizione della struttura del Progetto di Integrazione per Fusione, né ha partecipato alle discussioni intercorse tra UGF e Premafin o alla determinazione degli importi degli aumenti di capitale realizzati da Fonsai o UGF né, in alcun modo, alla predisposizione di dati attuariali, contabili, previsionali o di altro tipo per le società partecipanti alla Fusione.

- Gualtieri e Associati ha rappresentato la propria indipendenza e ha dichiarato: (i) di aver agito in passato, e di agire, in qualità di consulente finanziario di UGF e Unipol Assicurazioni e Finsoe e/o altre società del Gruppo Unipol ricevendo per i servizi resi un corrispettivo e di aver assistito le predette società nell’ambito di procedimenti amministrativi e giurisdizionali, (ii) che Gualtieri e Associati potrebbe fornire in futuro ai predetti soggetti servizi di consulenza per i quali potrebbe aspettarsi di ricevere un compenso, e (iii) che, nonostante i predetti rapporti, anche in considerazione dell’attività svolta in generale da Gualtieri e Associati, della pluralità della clientela e della reputazione accademica e professionale conseguita in generale in Italia, non sussiste alcun motivo che possa pregiudicare l’indipendenza e autonomia di giudizio dei professionisti e della società nell’ambito dell’attività di assistenza prestata a UGF e Unipol Assicurazioni nel contesto dell’Operazione.

Anche sulla base di quanto rappresentato dai predetti *advisor* e tenuto 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, UGF e Unipol Assicurazioni hanno qualificato i predetti *advisor* come indipendenti.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell’Operazione

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 delle ulteriori risorse che saranno apportate dalle società partecipanti alla Fusione e delle sinergie che si genereranno all'esito della stessa.

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. ⁽⁷⁾

Contestualmente al perfezionamento della Fusione si procederà pertanto:

- all'annullamento di tutte le azioni ordinarie di Premafin;

⁷ Vedi note 1 e 2 che precedono.

- 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 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.

Ulteriori informazioni sulle modalità di attribuzione delle azioni, saranno comunicate, ove necessario, in apposito avviso.

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:

<i>Azionista</i>	<i>Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni</i>	<i>Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni</i>
UGF	61,00% ⁽⁸⁾	68,29% ⁽⁹⁾
Altri azionisti PREMAFIN	0,85%	0,97%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	n.a.
Altri azionisti FONSAI	27,46%	30,74%

⁸ 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 Documento Informativo. 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.

⁹ 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:

<i>Azionista</i>	<i>Percentuale sul capitale ordinario</i>	<i>Percentuale sul capitale complessivo</i>
UGF	63,00% ⁽¹⁰⁾	63,09% ⁽¹¹⁾
Altri azionisti PREMAFIN	0,85%	0,73%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	11,26%
Altri azionisti FONSAI	25,46%	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:

<i>Azionista</i>	<i>Percentuale sul capitale ordinario</i>	<i>Percentuale sul capitale complessivo</i>
UGF	70,53% ⁽¹²⁾	71,08% ⁽¹³⁾
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**").

¹⁰ 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.

¹¹ Vedi nota precedente.

¹² Vedi nota precedente.

¹³ 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 anticipato, si rammenta che nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente verrà pubblicato il documento informativo sulla Fusione da redigere ai sensi dell'art. 70, sesto comma, del Regolamento Emittenti, che conterrà anche informazioni finanziarie *pro-forma* e che verrà messo a disposizione degli azionisti almeno quindici giorni prima delle assemblee straordinarie dei soci che verranno convocate per l'approvazione della Fusione.

2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate in conseguenza della 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 nell'Operazione

Nell'Operazione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti delle società partecipanti alla Fusione.

2.8 Approvazione dell'Operazione

Per quanto di propria competenza, il consiglio di amministrazione di UGF, in data 20 dicembre 2012, tenuto conto delle valutazioni espresse dagli *advisor* finanziari incaricati, ha condiviso i termini economici della Fusione ed espresso all'unanimità 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 Comitato Parti Correlate UGF è stato coinvolto nella fase delle trattative e nella fase di istruttoria relativa alla Fusione attraverso la trasmissione di un flusso informativo tempestivo e adeguato, venendo costantemente aggiornato dal *management* di UGF in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere, ed ha espresso all'unanimità il proprio parere favorevole sull'Operazione.

Inoltre, la Fusione è stata approvata dai consigli di amministrazione delle società partecipanti in data 20 dicembre 2012, previo parere favorevole dei rispettivi Comitati Parti Correlate.

Come detto in precedenza, il parere del Comitato Parti Correlate UGF è allegato al presente Documento Informativo. Sono altresì allegati i pareri degli *advisor* finanziari coinvolti da UGF nell'Operazione.

* * * * *

Si fa presente, infine, che con delibera n. 18429 del 21 dicembre 2012, la Consob ha richiesto chiarimenti in relazione alla conformità dei bilanci d'esercizio e consolidato di UGF al 31 dicembre 2011 a talune norme che ne disciplinano la redazione; in data odierna, con comunicato stampa pubblicato sul sito *internet* della società, UGF ha fornito chiarimenti in merito a quanto richiesto dalla Consob.

Bologna, 27 dicembre 2012

ALLEGATI

1. Parere reso dal Comitato Parti Correlate UGF in data 19 dicembre 2012, comprensivo del parere sulla congruità finanziaria del rapporto di cambio redatto dall'*advisor* finanziario del Comitato Parti Correlate J.P.Morgan Limited ivi allegato.
2. Relazione degli amministratori di Unipol Assicurazioni *ex art. 2501-quinquies* cod. civ., quale approvata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni 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).
3. Parere sulla congruità finanziaria del rapporto di cambio redatto dall'*advisor* finanziario Lazard.
4. Parere sulla congruità finanziaria del rapporto di cambio redatto dall'*advisor* finanziario Gualtieri e Associati.

FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI
PREMAFIN FINANZIARIA SOCIETÀ PER AZIONI – HOLDING DI
PARTECIPAZIONI,
E
UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A.,
ED, EVENTUALMENTE,
MILANO ASSICURAZIONI S.P.A.
IN
FONDIARIA-SAI S.P.A.

PARERE DEL
COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO S.P.A.
DEL 19 DICEMBRE 2012

redatto ai sensi degli artt. 4.3 (iv) e 7 della Procedura per l'effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata dal Consiglio di Amministrazione di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. in data 11 novembre 2010, ai sensi del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, successivamente modificato con Delibera n. 17389 del 23 giugno 2010



Il presente parere è rilasciato dal Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “**Comitato**”) di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (“**UGF**” o la “**Capogruppo**”) ai sensi degli artt. 4.3 (iv) e 7 della Procedura per l’effettuazione di Operazioni con Parti Correlate adottata da UGF (la “**Procedura**”) con riferimento alla fusione per incorporazione (di seguito, la “**Fusione**” o l’ “**Operazione**”) delle controllate Premafin Finanziaria Società per Azioni - Holding di Partecipazioni S.p.A. (di seguito, “**Premafin**”), Unipol Assicurazioni S.p.A. (di seguito “**Unipol Assicurazioni**”) ed, eventualmente, 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 “**Fonsai**” o l’ “**Incorporante**”).

1. Premessa

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 *infra* illustrati), Milano Assicurazioni, volto alla creazione di un operatore di primario rilievo nel settore assicurativo, in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti nazionali ed europei e di creare valore per tutti gli azionisti interessati e, con l’effetto, di realizzare nel contempo il salvataggio e il rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fonsai (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 comunicazioni 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, comma 3, 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 dal suddetto Aumento di Capitale Premafin al fine di consentire l’integrale sottoscrizione, da parte sua e della controllata Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti, per le quote di rispettiva pertinenza, dell’Aumento di Capitale Fonsai;
- la Fusione per incorporazione 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 autorizzazioni e le esenzioni 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, comma 5, d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, 45 e 49 del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato (le **“Esenzioni”**);
- in data 19 luglio 2012, UFG 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.

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 con provvedimento n. 23678 del 19 giugno 2012 caso C11524, è prevista la dismissione da parte del Gruppo Unipol di società e/o uno o più rami d'azienda composti, tra l'altro, da marchi, contratti di assicurazione, contratti di agenzia, infrastrutture e risorse per garantire l'operatività dei rami stessi, per un importo totale di circa Euro 1,7 miliardi di premi. Si prevede che l'operazione di dismissione appena richiamata si completi in data successiva alla data di produzione degli effetti civilistici della Fusione.

Come già sopra indicato, 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 eseguirsi mediante emissione di 600.000.000 azioni ordinarie, valore nominale pari a Euro 1 per azione, 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 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 e del Regolamento ISVAP n. 14 del 18 febbraio 2008, 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.

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 per la propria quota, diretta ed indiretta, 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 in data 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 Finanziatrici/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, al momento, essere stimato 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, tra l'altro, di avviare apposite negoziazioni con le Banche Finanziatrici 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 artt.* 2420-*ter* cod. civ. 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 pertanto (ii) l'assemblea straordinaria di Fonsai chiamata ad approvare il progetto di Fusione sarà altresì chiamata ad approvare la predetta delega *ex artt.* 2420-*ter* cod. civ. e *ex art.* 2443 cod. civ. in conformità con quanto illustrato.

Descrizione degli elementi essenziali della Fusione

Come detto, la Fusione sarà realizzata attraverso l'incorporazione di Premafin, Unipol Assicurazioni ed, eventualmente, Milano Assicurazioni, in Fonsai. In conseguenza della Fusione, in base a quanto indicato nella bozza del progetto di Fusione esaminata dal Comitato ai fini del rilascio del presente parere, tutte le azioni delle Incorporande saranno annullate e concambiate con azioni ordinarie o di risparmio di categoria "B" dell'Incorporante la quale, per servire il concambio, procederà: (i) ad assegnare le azioni Fonsai di proprietà delle Incorporande, mediante redistribuzione delle stesse senza che esse passino mai nel patrimonio di Fonsai come azioni proprie; (ii) ad aumentare il proprio capitale sociale per massimi complessivi Euro 953.894.503,48, mediante emissione di massime n. 1.632.878.373 azioni ordinarie di

nuova emissione e di massime n. 55.430.483 azioni di risparmio di categoria "B" di nuova emissione, tutte prive del valore nominale¹.

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

Le azioni ordinarie e di risparmio di categoria "B" di nuova emissione dell'Incorporante saranno quotate al pari delle azioni della medesima Incorporante già in circolazione. Nessun onere sarà posto in capo agli azionisti per le operazioni di concambio.

È previsto che i rapporti di cambio siano determinati dai consigli di amministrazione delle società partecipanti alla Fusione convocati per il 20 dicembre p.v., sulla base delle relazioni dei rispettivi *advisor*. La bozza del progetto di Fusione prevede che si proceda all'assegnazione delle azioni dell'Incorporante nella misura di seguito indicata:

- 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; e qualora Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione,
- numero 0,339 azioni ordinarie dell'Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni; e
- 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.

Ai fini della determinazione del rapporto di cambio le società partecipanti alla Fusione assumono a riferimento le situazioni patrimoniali alla data del 30 settembre 2012, redatte ai sensi

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. Nel caso in cui alla data di esecuzione dell'aumento di capitale funzionale al concambio, il numero di azioni Fonsai detenute dalle Incorporande rimanesse quello attuale e, pertanto, non vi fossero ulteriori incrementi o decrementi partecipativi in capo alle Incorporande medesime, il numero di azioni ordinarie dell'Incorporante da emettere a servizio del concambio sarebbe pari a massime n. 1.330.340.830, a fronte di aumento di capitale complessivo (i.e. comprensivo delle azioni ordinarie e di risparmio "B" di nuova emissione) di massimi Euro 782.960.791,69.



e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* cod. civ. dai consigli di amministrazione delle società stesse.

I rapporti di cambio sono stati determinati assumendo la distribuzione da parte di Unipol Assicurazioni, prima della data di efficacia civilistica della Fusione, di un dividendo a favore dei propri azionisti pari a Euro 150 milioni.

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.

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 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"), 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 articolo 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* cod. civ. 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;

(*dd*) nella soppressione dell'attuale articolo 8 ("Intervento e rappresentanza nell'assemblea") e nel trasferimento del suo contenuto nell'articolo 10, come riformulato ("Intervento e rappresentanza nell'Assemblea").

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, comma 1, 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.

Inoltre, 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 dell'art. 146 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. 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 Assicurazioni dovesse approvare la fusione di Milano Assicurazioni in Fonsai, agli azionisti di risparmio di Milano che, nel contesto del Progetto di Integrazione per Fusione, non abbiano concorso alla deliberazione sulla Fusione spetterà il diritto di recesso ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2437, comma 1, lett g), 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, comma 1, lett. b), del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e 2376 cod. civ.

Il recesso legittimamente esercitato ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. a) o g), cod. civ., sarà efficace subordinatamente al perfezionamento della Fusione.

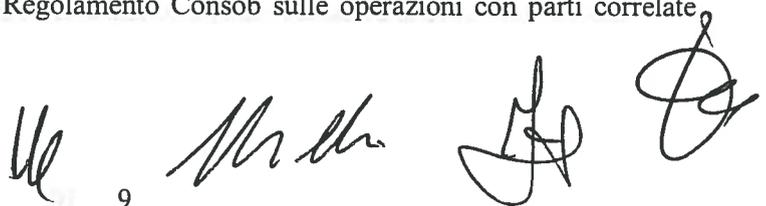
La Fusione produrrà effetti civilistici, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, cod. civ. dall'iscrizione dell'atto di Fusione presso il Registro delle Imprese della sede dell'Incorporante, ovvero dalla data successiva indicata nell'atto di Fusione.

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.

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.

* * * * *

In considerazione del fatto che la Fusione vede coinvolte società controllate da UGF, ai sensi e per gli effetti della Procedura e 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 (il “**Regolamento Parti Correlate**”), l’operazione in questione potrebbe essere considerata esente.

Tuttavia, vista la significatività e l’importanza strategica dell’operazione medesima, UGF ha ritenuto di assumere un atteggiamento di massima trasparenza nei confronti del mercato, dando volontariamente applicazione alle disposizioni della propria Procedura.

UGF esercita attività di direzione e coordinamento su – e ha il controllo di – (i) Unipol Assicurazioni e Premafin (diretto) ai sensi e per gli effetti dell’art. 2359, comma 1, n. 1), cod. civ.; e (ii) di Fonsai e Milano Assicurazioni (indiretto) ai sensi e per gli effetti dell’art. 2359, comma 1, n. 2), cod. civ.

Più precisamente, alla data del presente parere, UGF detiene una partecipazione:

- (i) pari al 100% del capitale sociale ordinario di Unipol Assicurazioni;
- (ii) pari al 80,93% del capitale sociale ordinario di Premafin;
- (iii) diretta e indiretta, pari al 41,945% del capitale sociale ordinario di Fonsai;
- (iv) indiretta, pari al 63,40% del capitale sociale ordinario di Milano Assicurazioni.

Rispetto a tale catena di controllo si precisa che: (aa) Premafin detiene una partecipazione diretta in Fonsai pari al 32,853% del capitale sociale avente diritto di voto; (bb) Fonsai detiene una partecipazione diretta in Milano Assicurazioni pari al 61,098% del capitale sociale avente diritto di voto. Pertanto, come indicato, tutte le società partecipanti alla Fusione sono società controllate, direttamente o indirettamente, da UGF.

Il Comitato ha inoltre tenuto conto del fatto che, contestualmente alla stipulazione dell’Accordo di Investimento e con documento separato, UGF ha assunto l’impegno a non proporre e, in ogni caso, a votare 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 degli amministratori e sindaci di Premafin, Fonsai, Milano Assicurazioni e rispettive controllate in carica negli ultimi cinque anni (2007-2011) per l’operato o l’attività svolta nella qualità di amministratore o di sindaco delle predette società fino alla data di sottoscrizione dell’Accordo di Investimento (la “**Clausola**”)². 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

² Con comunicazione del 18 aprile 2012, la Consob ha ritenuto che la Clausola avesse natura parasociale ai sensi dell’art. 122 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. 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.

Vigilanza ha dato risposta al quesito formulatole da UGF in relazione al riconoscimento dell'esenzione dall'OPA obbligatoria delle varie fasi dell'operazione di integrazione con il Gruppo Premafin-Fondiarìa 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 di sottoscrizione dell'Accordo di Investimento.

Ciò premesso, il Comitato si è riunito al fine di rilasciare, ai sensi degli artt. 4.3 (iv) e 7 della Procedura, il proprio parere motivato sull'interesse di UGF al compimento dell'Operazione, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

2. Fase istruttoria

Ai fini del rilascio del presente parere, il Comitato ha ritenuto opportuno avvalersi della consulenza, per quanto attiene agli aspetti finanziari della Fusione, di un esperto indipendente – e distinto da quello che già assiste il consiglio di amministrazione di UGF nella valutazione dell'Operazione – in possesso di comprovati requisiti di professionalità, competenza e indipendenza. A tal fine, il Comitato ha nominato J.P. Morgan Limited, dopo aver verificato l'insussistenza in capo alla stessa di eventuali conflitti di interesse con riguardo all'Operazione (“**J.P. Morgan**” o l’“**Advisor del Comitato**”).

L'Advisor del Comitato è stato individuato dal Comitato fra un novero di candidati in possesso dei requisiti di professionalità e indipendenza idonei allo svolgimento dell'incarico, tenuto anche conto della complessità della struttura della Fusione e del mancato coinvolgimento dell'Advisor del Comitato in altre fasi del Progetto di Integrazione per Fusione.

In data 19 dicembre 2012, l'Advisor del Comitato ha emesso la propria *fairness opinion* circa la congruità dei termini finanziari dell'Operazione per UGF.

Il Comitato è stato prontamente coinvolto durante la fase delle trattative e nella fase istruttoria propedeutiche all'Operazione, e ha ricevuto un flusso di informazioni complete e adeguate sui diversi profili della Fusione.

In particolare, il Comitato ha partecipato ad incontri e colloqui con le strutture competenti della Capogruppo e con l'Advisor del Comitato, riscontrando, tra l'altro, assoluta trasparenza e disponibilità in merito a chiarimenti e precisazioni richieste. Inoltre, in relazione agli aspetti industriali e strategici dell'Operazione, il Comitato ha preso parte ad incontri e colloqui con



l'*advisor* industriale indipendente che ha supportato il *management* delle società coinvolte nella Fusione ai fini della predisposizione del Piano Industriale Congiunto (come di seguito definito) e della stima delle sinergie attese scaturire dall'Operazione, tenuto conto anche degli effetti derivanti dalle dismissioni previste nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione.

Ai fini delle proprie valutazioni, il Comitato ha preso visione ed esaminato i seguenti documenti messi a disposizione dalla funzione preposta:

- (i) bozza del progetto di fusione per incorporazione di Premafin, Unipol Assicurazioni ed, eventualmente, Milano Assicurazioni in Fonsai, redatto ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*ter* cod. civ., e bozza dello statuto dell'Incorporante *post* Fusione allegato al progetto di fusione;
- (ii) bozza della relazione illustrativa degli amministratori sul progetto di fusione, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* cod. civ. e dell'art. 70, comma 2, del Regolamento approvato con deliberazione Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato;
- (iii) Progetto di Ristrutturazione del Gruppo Assicurativo Unipol, redatto ai sensi degli artt. 85, comma 5, 87, comma 1, e 190, comma 1, del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209 e dagli artt. 9 e seguenti del Regolamento ISVAP n. 15 del 20 febbraio 2008;
- (iv) proiezioni economico-finanziarie *stand-alone* 2013-2015, e relativi aggiornamenti, delle società partecipanti alla Fusione, elaborate secondo modalità ed ipotesi omogenee dalle società coinvolte nella Fusione (le "**Proiezioni Stand-alone**");
- (v) bozza del Piano Industriale triennale 2013 – 2015 congiunto, aggiornato rispetto a quello presentato alla comunità finanziaria il 22 giugno 2012, predisposto con il supporto dell'*advisor* industriale indipendente, comprensivo delle metodologie di redazione dello stesso, delle ipotesi di piano (mercato assicurativo ed omogeneizzazioni) e delle prime stime delle sinergie emergenti dalla Fusione (il "**Piano Industriale Congiunto**");
- (vi) bozza delle *fairness opinion* sulla congruità dei rapporti di cambio della Fusione redatte da Lazard e da Gualtieri e Associati, in qualità di *advisor* di UGF e di Unipol Assicurazioni nel contesto dell'Operazione;
- (vii) *fairness opinion* sulla congruità dei rapporti di cambio della Fusione, redatta da J.P. Morgan quale Advisor del Comitato nominato dal Comitato stesso;
- (viii) relazioni orali e *slides* dell'Advisor del Comitato sull'Operazione rese al Comitato, e

- (ix) altra documentazione redatta dagli *advisor* legali e finanziari a supporto delle deliberazioni dei consigli di amministrazione di UGF e di Unipol Assicurazioni chiamati ad approvare, rispettivamente, l'Operazione e il progetto di Fusione.

Si rammenta, inoltre, che, già in fasi precedenti del Progetto di Integrazione per Fusione il Comitato ha esaminato, in via prodromica, i termini e le condizioni essenziali dell'Operazione, esprimendo in quella sede opinione favorevole alla prosecuzione del Progetto di Integrazione per Fusione, riunendosi in concomitanza dei passaggi rilevanti del Progetto di Integrazione per Fusione.

3. Analisi e valutazioni del Comitato

Interesse di UGF e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione

In primo luogo, si ricorda che con 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**”), prontamente comunicato al mercato e pubblicato in versione integrale sul sito internet di UGF, erano stati preliminarmente condivisi – sulla base dei dati economici e patrimoniali a quel momento disponibili e con il supporto dei rispettivi *advisor* – i seguenti valori percentuali di partecipazione nell'Incorporante *post* Fusione:

- UGF: 61%;
- Altri azionisti FONSAI: 27,45%;
- Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI: 10,7%;
- Altri azionisti PREMAFIN: 0,85%.

Ciò premesso, il Comitato, esaminata la documentazione indicata al paragrafo 2 che precede, ha constatato che la realizzazione della Fusione, nel contesto del più ampio Progetto di Integrazione per Fusione, risulta coerente con l'obiettivo di creare un operatore di primario rilievo nel settore assicurativo in grado di competere efficacemente con i principali concorrenti, di creare valore per tutti gli azionisti interessati e al contempo di salvaguardare la solvibilità attuale e futura di Premafin e Fonsai, ormai società facenti parte del Gruppo Unipol.

Come noto, la Fusione costituisce l'elemento finale del più ampio Progetto di Integrazione per Fusione, da intendersi quale complessa operazione unitaria ed inscindibile riveniente dalla stipula dell'Accordo di Investimento, attraverso la quale, da un lato, UGF e tutte le società partecipanti alla Fusione realizzano l'obiettivo di creare un operatore di primario rilievo nel settore assicurativo e, dall'altro, si addivene al definitivo rafforzamento patrimoniale di Fonsai.



Le sinergie industriali attese e le semplificazioni societarie conseguenti alla realizzazione della Fusione (di seguito descritte) si ripercuotono positivamente sulla Capogruppo e, di riflesso, sui suoi azionisti.

Nel corso delle proprie valutazioni, il Comitato ha esaminato e tenuto in considerazione:

- quanto condiviso nell'ambito dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, ivi inclusa 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. (“**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;
- i passaggi dell'operazione di Fusione e gli effetti giuridici ed economici da essa derivanti, ivi incluso lo scenario di mancata partecipazione di Milano Assicurazioni alla Fusione;
- le risultanze delle Proiezioni Stand-alone e del Piano Industriale Congiunto;
- l'incidenza dei fatti successivi allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione sui rapporti di cambio della Fusione;
- la valutazione effettuata dall'Advisor del Comitato del valore delle sinergie derivanti dalla Fusione così come quantificate dal *management* delle società del Gruppo Unipol coinvolte nell'operazione di aggregazione societaria e aziendale rispetto a uno scenario *stand-alone* delle stesse;
- tutti i profili societari connessi alla, o derivanti dalla, Fusione, ivi inclusi a titolo esemplificativo e non esaustivo quelli concernenti il recesso degli azionisti di Premafin e degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni, l'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni, il Convertendo, le dimissioni previste nell'ambito del Progetto di Integrazione per Fusione.

Sulla base di quanto sopra e dei documenti che sono stati forniti al Comitato, emerge con chiarezza come la Fusione costituisca passaggio essenziale del Progetto di Integrazione per Fusione, perseguendo oltre agli obiettivi di rafforzamento della *leadership* nel settore

assicurativo e di rafforzamento patrimoniale dell'entità aggregata risultante dall'Operazione, anche ulteriori obiettivi industriali, societari, patrimoniali e finanziari, tra cui i seguenti:

- (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, di realizzare nel contempo il salvataggio e il rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fonsai;
- (bb) in termini di governo, migliorare e razionalizzare l'attività di direzione e coordinamento di UGF sulla società assicurativa risultante dalla Fusione. Difatti, sebbene alla data odierna UGF 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 Unipol 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;
- (dd) relativamente agli obiettivi economico-finanziari, attraverso il descritto rafforzamento della struttura patrimoniale e di solvibilità della nuova entità, garantire il supporto alla realizzazione degli interventi del Piano Industriale Congiunto 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 complementarietà dei servizi offerti, con la conseguente possibilità di offrire sul mercato una più ampia gamma di servizi e prodotti;
- (hh) infine, 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.

Con riferimento ai metodi di valutazione utilizzati ai fini della determinazione dei concambi, si rappresenta che, come metodo principale applicato a Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, l'Advisor del Comitato ha utilizzato la metodologia analitica basata sull'approccio "somma delle parti", come meglio descritto nella lettera allegata a questo parere sub "A", in considerazione della capacità di tale metodo di cogliere e valutare, su basi relative ed omogenee, le specificità in termini di *business mix* (Danni/Vita), profilo patrimoniale, redditività, crescita, profilo di rischio nonché valore del portafoglio chiuso e della produzione futura del segmento vita delle società in esame.

I rapporti di cambio derivanti dall'applicazione di tale metodo sono stati confrontati con quelli risultanti dall'applicazione di multipli di società comparabili quotate e dall'analisi di regressione come meglio descritti nella lettera allegata a questo parere. L'Advisor del Comitato ha altresì indicato nelle sue considerazioni in tema di limitazioni e difficoltà dell'analisi, tra le altre cose, di aver osservato una bassa significatività statistica del metodo della regressione e di aver quindi considerato la limitata rilevanza di tale metodo di valutazione nel contesto del complessivo processo di valutazione.

Relativamente a Premafin, alla luce del suo *status* di *holding* finanziaria, si è invece applicato il metodo del NAV che si sostanzia nella valutazione della sua partecipazione diretta e indiretta in Fonsai al valore derivante dall'applicazione delle metodologie valutative precedentemente indicate, tenuto conto dei costi di funzionamento stimati dal piano industriale della società.

Ai fini di una valutazione complessiva dei termini finanziari dell'Operazione, l'Advisor del Comitato ha tenuto conto del valore ascrivibile alle potenziali sinergie derivanti dall'Operazione sulla base delle stime predisposte da UGF con il supporto dell'*advisor* industriale indipendente, considerando altresì il contributo atteso derivante dalla partecipazione di Milano Assicurazioni alla Fusione. Tale approccio valutativo dell'Operazione nel suo complesso si è mantenuto in linea con quanto adottato nelle precedenti analisi preliminari svolte nel periodo tra la sottoscrizione dell'Accordo di Investimento e lo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione, avendo tuttavia (A) preso atto degli eventi intercorsi (*inter alia*, acquisizione del controllo del Gruppo Premafin, perfezionamento degli aumenti di capitale di Premafin e Fonsai) e del perfezionamento atteso dell'Operazione dopo l'aumento di capitale e del pagamento del dividendo da parte di Unipol Assicurazioni, nonché (B) recepito:

- i) i dati contabili e le stime attuariali al 30 settembre 2012,
- ii) gli aggiornamenti delle Proiezioni Stand-alone,
- iii) la stima aggiornata delle sinergie dell'Operazione risultanti dal Piano Industriale Congiunto, e
- iv) le nuove informazioni fornite dal *management* di UGF e, infine, tenuto conto dell'evoluzione dei parametri di mercato.

L'Advisor del Comitato, nelle sue conclusioni, ha riportato che i rapporti di cambio complessivamente considerati sono congrui da un punto di vista finanziario per UGF.

In applicazione dei rapporti di cambio indicati, le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell'Incorporante *post* Fusione sono le seguenti:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario con Milano Assicurazioni	Percentuale sul capitale ordinario senza Milano Assicurazioni
UGF	61% ⁽³⁾	68,29% ⁽⁴⁾
Altri azionisti ex-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.

Alla data di efficacia civilistica della Fusione, assumendo che (i) l'attuale assetto proprietario di Fonsai e delle Incorporande rimanga invariato, (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 sarà il seguente:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario	Percentuale sul capitale complessivo
UGF	63,00% ⁽⁵⁾	63,09% ⁽⁶⁾
Altri azionisti ex-PREMAFIN	0,85%	0,73%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	11,26%
Altri azionisti FONSAI	25,46%	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 stessa l'assetto del capitale ordinario di Fonsai sarà il seguente:

Azionista	Percentuale sul capitale ordinario	Percentuale sul capitale complessivo
UGF	70,53% ⁽⁷⁾	71,08% ⁽⁸⁾
Altri azionisti ex-PREMAFIN	0,97%	0,84%
Altri azionisti FONSAI	28,50%	28,08%

Convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione

Sotto il profilo della convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione, il Comitato, rileva che, per quanto a conoscenza del Comitato:

- (i) i consigli di amministrazione delle società partecipanti alla Fusione e della capogruppo UGF si sono avvalsi del supporto di primari *advisor* finanziari indipendenti e di comprovata professionalità per la determinazione degli elementi economici della

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 della presente relazione (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 Vedi nota precedente.

⁷ Vedi nota precedente.

⁸ Vedi nota precedente.

Fusione, e segnatamente: per Fonsai Goldman Sachs, il Prof. Mario Cattaneo e Citi (quest'ultimo *advisor* finanziario del Comitato di amministratori indipendenti); per Premafin Leonardo & Co. S.p.A. e il Prof. Maurizio Dallochio (quest'ultimo anche *advisor* finanziario del Comitato di amministratori indipendenti); per Unipol Assicurazioni e UGF Lazard, Gualtieri e Associati e, come *advisor* del Comitato, J.P. Morgan; e per Milano Assicurazioni il Prof. Angelo Provasoli e Rothschild (quest'ultima anche *advisor* finanziario del Comitato di amministratori indipendenti);

- (ii) le società partecipanti alla Fusione hanno sinora adempiuto a tutte le prescrizioni di legge e di regolamento propedeutiche all'approvazione da parte dei consigli di amministrazione del 20 dicembre 2012 dei documenti di Fusione ad essi sottoposti (*i.e.* il progetto di fusione e i documenti ad esso ancillari);
- (iii) la convenienza dell'Operazione nell'ottica di UGF, del Gruppo Unipol e degli azionisti di UGF è comprovata dalle motivazioni industriali, societarie, strategiche e finanziarie sopra illustrate, che dimostrano come la Fusione sia in grado di generare valore per tutte le parti coinvolte;
- (iv) le società partecipanti alla Fusione sono assistite da primari studi legali indipendenti – e cioè da Chiomenti Studio Legale per UGF e Unipol Assicurazioni, Studio Carbonetti per Fonsai, Studio Pedersoli per Milano Assicurazioni e Studio Bird&Bird per Premafin – che hanno supportato le società sugli aspetti legali dell'Operazione.

Le conclusioni, favorevoli all'Operazione, cui perviene il Comitato, e illustrate nel presente parere, assumono che le informazioni e i documenti esaminati al fine del rilascio del presente parere non subiscano modificazioni sostanziali da parte degli organi sociali competenti, e che dall'analisi degli organi competenti e degli *advisor* in precedenza indicati non emergano elementi nuovi o ulteriori che, se noti alla data odierna, sarebbero idonei ad incidere sulle valutazioni a cui è stato chiamato il Comitato (le “**Assunzioni**”).

Alla luce di tutto quanto precede, e tenuto conto:

- della documentazione esaminata, delle informazioni e dei relativi aggiornamenti di volta in volta resi disponibili dalle società coinvolte nella Fusione;
- dei metodi di valutazione adottati, delle analisi e delle stime effettuate dall'Advisor del Comitato, nonché del parere di *fairness* rilasciato dall'Advisor del Comitato a beneficio del Comitato (allegato al presente documento sub “A”) ed in particolare:
 - (aa) dei risultati espressi dal complesso dei metodi di valutazione adottati dall'Advisor del Comitato in precedenza indicati, e segnatamente una valutazione con approccio

“somma delle parti”, multipli di società comparabili quotate, analisi di regressione e NAV;

(bb) dei valori relativi ottenuti utilizzando tali metodi valutativi, e in particolare di tutti i rapporti di cambio della Fusione nonché, per l’effetto, delle percentuali partecipative di UGF nell’Incorporante *post* Fusione sopra indicate;

(cc) delle rilevanti sinergie industriali che derivano dalla realizzazione della Fusione, anche nell’ipotesi in cui Milano Assicurazioni non vi partecipasse;

(dd) del fatto che – sulla base delle valutazioni espresse dall’Advisor del Comitato e del Piano Industriale Congiunto dell’Incorporante *post* Fusione – UGF potrebbe ottenere importanti benefici dalla realizzazione della Fusione; e

(ee) del fatto che, dal momento 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 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dunque della percentuale di UGF nel capitale ordinario dell’Incorporante risultante dalla Fusione rispetto alla partecipazione già direttamente e indirettamente detenuta da UGF.

Per tutto quanto precede, il Comitato ritiene che, nella prospettiva di UGF e dei propri azionisti:

- la Fusione sia operazione conveniente e corretta;
- i rapporti di cambio – nell’ambito dei quali è previsto il concambio di numero 1,497 azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Unipol Assicurazioni; il concambio di numero 0,050 azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Premafin; e, nell’ipotesi in cui Milano Assicurazioni partecipi alla Fusione, il concambio di numero 0,339 azioni ordinarie dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria di Milano Assicurazioni e il concambio di numero 0,549 azioni di risparmio di categoria “B” dell’Incorporante, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio di Milano Assicurazioni – siano congrui da un punto di vista finanziario anche alla luce del parere di congruità dell’Advisor del Comitato; e
- la percentuale partecipativa di UGF al capitale sociale ordinario e al capitale sociale complessivo dell’Incorporante *post* Fusione nella misura sopra indicata, per le due ipotesi in cui Milano Assicurazioni partecipi o non partecipi alla Fusione, sia congrua.

4. Conclusioni

Il Comitato, in conformità alle previsioni degli artt. 4 e 7 della Procedura, esaminata la relazione predisposta dall'Advisor del Comitato e sulla base delle Assunzioni indicate nel paragrafo che precede, esprime all'unanimità parere favorevole sull'interesse di UGF e dei suoi azionisti al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione.

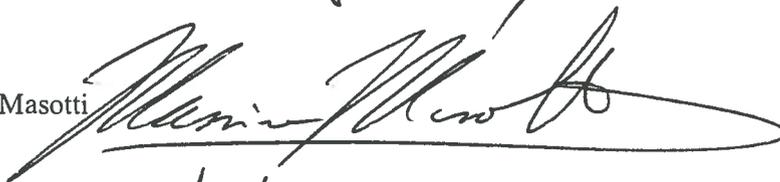
Bologna, 19 dicembre 2012

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Pier Luigi Morara



Massimo Masotti



Francesco Vella



Luca Zaccherini



Allegato:

- (A) *Fairness opinion* sulla congruità dei rapporti di cambio della Fusione rilasciata da J.P.Morgan Limited.

STRICTLY CONFIDENTIAL

December 19th, 2012

Comitato per le Operazioni con Parti Correlate
Unipol Gruppo Finanziario SpA
Via Stalingrado 45
40128 Bologna
Italy

Members of *Comitato per le Operazioni con Parti Correlate* (the “**Committee**”):

You have requested our opinion as to the fairness, from a financial point of view, to Unipol Gruppo Finanziario SpA (the “**Company**”) of the proposed Exchange Ratios (as defined below) negotiated by the Company in the context of the envisaged statutory merger (the “**Transaction**” or “**Merger**”) of (i) Premafin Finanziaria Società per Azioni - Holding di Partecipazioni (“**Premafin**”), (ii) Unipol Assicurazioni SpA (“**Unipol Assicurazioni**”) and (iii) subject to the approval by its special saving shareholders assembly, Milano Assicurazioni SpA (“**Milano Assicurazioni**”; Premafin, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, collectively, defined as the “**Merging Companies**”) into and with (iv) Fondiaria-SAI SpA (“**Fonsai**”), being Fonsai the surviving legal entity upon consummation of the Transaction (the “**Merged Entity**”).

Our engagement was formalised through a letter dated April 16th, 2012 executed by J.P. Morgan Limited (“**J.P. Morgan**”), the Company and the Committee (the “**Engagement Letter**”). This opinion is provided pursuant to the Engagement Letter.

As indicated in the draft *Progetto di Fusione* which shall be submitted to the approval of the Board of Directors of the Merging Companies and Fonsai (the “**Merger Project**”), the proposed Transaction is envisaged as the final and essential part of a broader business combination agreement between the Company, Fonsai and the Merging Entities as initially stipulated in the investment agreement dated January 29th, 2012 between the Company and Premafin (the “**Investment Agreement**”) as integrated with the agreements reached between the Company (which was also acting on behalf of Unipol Assicurazioni) and Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni in the period May 23rd to June 13th, 2012 including the preliminary financial terms of the Merger.

J.P. Morgan Limited

25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP

Registered in England & Wales No. 248609. Registered Office 25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP

Authorised and regulated by the Financial Services Authority.



Upon subscription of a reserved capital increase executed by Premafin on July 19th, 2012, the Company has acquired the direct control of Premafin and, indirectly, of Fonsai and Milano Assicurazioni, being, respectively, a directly-controlled subsidiary and an indirectly-controlled subsidiary of Premafin. More precisely, as of the date hereof the Company owns:

- (i) 100% of Unipol Assicurazioni ordinary capital, which is divided into 259,056,000 ordinary shares, nominal value of €1.00 per share (the “**Unipol Ordinary Shares**”); no other class or saving shares are in issue;
- (ii) approximately 80.9% of Premafin ordinary capital, which is divided into 2,151,580,097 ordinary shares, without nominal value per share (the “**Premafin Ordinary Shares**”); no other class or saving shares are in issue;
- (iii) directly and indirectly, approximately 41.9% of Fonsai ordinary capital, which is divided into 920,565,922 ordinary shares, without nominal value per share (the “**Fonsai Ordinary Shares**”); Fonsai share capital also comprises 1,276,836 Class A saving shares, without nominal value per share (the “**Fonsai Class A Saving Shares**”) and 321,762,672 Class B saving shares, without nominal value per share (the “**Fonsai Class B Saving Shares**”); no other class of shares are in issue; and
- (iv) indirectly, approximately 63.8% of Milano Assicurazioni ordinary capital, which is divided into 1,842,334,571 ordinary shares, without nominal value per share (the “**Milano Assicurazioni Ordinary Shares**”); Milano Assicurazioni share capital also comprises 102,466,271 saving shares, without nominal value per share (the “**Milano Assicurazioni Saving Shares**”); no other class of shares are in issue.

As communicated to us by the Company on December 15th, 2012, the proposed exchange ratios of the Merging Companies shares into Fonsai shares (the “**Exchange Ratios**”) are the following:

- (i) 0.050 Fonsai Ordinary Shares for each Premafin Ordinary Share (the “**Premafin Exchange Ratio**”) so exchanged; and
- (ii) 1.497 Fonsai Ordinary Shares for each Unipol Assicurazioni Ordinary Share (the “**Unipol Assicurazioni Exchange Ratio**”) so exchanged; and
- (iii) should Milano Assicurazioni participate to the Transaction, 0.339 Fonsai Ordinary Shares for each Milano Assicurazioni Ordinary Share (the “**Milano Assicurazioni Ordinary Exchange Ratio**”) so exchanged and 0.549 Fonsai Class B Saving Shares for each Milano Assicurazioni Saving Share (the “**Milano Assicurazioni Saving Exchange Ratio**”) so exchanged;

and pursuant to the Merger Project the following will occur upon execution of the Merger:

- (a) all ordinary and saving shares of the Merging Companies directly owned by Fonsai and by other Merging Companies will be cancelled for nil consideration;



- (b) all treasury ordinary and saving shares directly owned by the Merging Companies will be cancelled for nil consideration; and
- (c) all other ordinary and saving shares of the Merging Companies will be exchanged with (x) Fonsai Ordinary Shares and Fonsai Class B Saving Shares owned by the Merging Companies and (y) for the remainder, with newly-issued Fonsai Ordinary Shares and Fonsai Class B Saving Shares.

With respect to Milano Assicurazioni, pursuant to the Merger Project, should the special shareholders assembly of Milano Assicurazioni saving shareholders not approve the Transaction, the Merger will be consummated by way of statutory merger of Premafin and Unipol Assicurazioni with and into Fonsai, with the same exchange ratios indicated in points (i) and (ii) above.

The Transaction is subject to ISVAP and other regulatory approvals as well as to the Company continuing to be exempted from launching a mandatory public tender offer on Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni. The Transaction is also subject to the approval of the respective extraordinary shareholders assemblies of each of the Merging Companies and Fonsai.

Please be advised that while our understanding of certain aspects of the Transaction are summarised above, the terms of the Transaction are more fully described in the Merger Project. As a result, the description of the Transaction and certain other information contained herein is qualified in its entirety by reference to the more detailed information appearing in the Merger Project.

You have informed us that the Transaction is qualified as a “related-party transaction” as per the applicable Italian regulation (*Regolamento Consob* n.17221 dated March 12th, 2010 as subsequently modified, the “**Regulation**”) and as per the related internal procedures adopted by the Company on November 11th, 2010 (the “**Procedure for related-party transactions**” or simply the “**Procedure**”). As a result, as per articles 4.3 (iv) and 7 of the Procedure, the Committee shall provide “*its reasoned binding opinion on the advisability of the Company carrying out any Transaction of Major Relevance and on the suitability and substantial appropriateness of the terms and conditions*”.

It should be noted that we have not acted as financial adviser to the Committee in relation to any of the transactions undertaken or to be undertaken by the Company as envisaged by the Merger Project, Investment Agreement and the Integrated Investment Agreement other than in relation to the delivery of this fairness opinion in respect of the proposed Exchange Ratios negotiated by the Company in the context of the Transaction.

In arriving at our opinion as to the fairness, from a financial point of view, to the Company of the proposed Exchange Ratios, we have:

- (i) reviewed the Investment Agreement dated January 29th, 2012 and the subsequent press releases summarising the integrations made to the Investment Agreement



through letters exchanged on June 22nd and 25th, 2012 (the “**Integrated Investment Agreement**”);

- (ii) reviewed the publicly available correspondence between the Company (also acting in its capacity as the controlling shareholder of Unipol Assicurazioni) and Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni in the period May 23rd to June 13th, 2012 including the preliminary financial terms of the Merger;
- (iii) reviewed a draft dated December 16th, 2012 of the Merger Project;
- (iv) reviewed a draft dated December 16th, 2012 of the report redacted by the Board of Directors of the Company as per article 2501-*quinquies* Italian civil code and as per article 70 par.2 Consob regulation n.11971 (the “*Relazione degli Amministratori*”);
- (v) reviewed certain publicly available business and financial information concerning the Company, Fonsai, the Merging Companies and of certain other companies that we have deemed comparable;
- (vi) reviewed the audited financial statements for the financial year ended December 31st, 2011 and the unaudited financial statements for the period ended September 30th, 2012 of Unipol Assicurazioni (both on an individual basis);
- (vii) reviewed the audited financial statements of Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni for the financial year ended December 31st, 2011 (each on an individual and consolidated basis) and the unaudited financial statements of Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni for the period ended September 30th, 2012 (each on a consolidated basis and for Premafin also the balance sheet statements on an individual basis); we have also reviewed Finadin SpA - Finanziaria di Investimenti balance sheet statements on an individual basis as of September 30th, 2012;
- (viii) reviewed certain unaudited accounting information and analyses for the purposes of calculating the estimated *Adjusted Net Asset Value* (“**ANAV**”) as of September 30th, 2012 and actuarial information and analyses in relation to *Value of In-Force* (“**VIF**”) as of September 30th, 2012 and *New Business Value* (“**NBV**”) for the twelve months ending September 30th, 2012 of Unipol Assicurazioni, Fonsai and Milano Assicurazioni, as provided and prepared by or at the direction of their respective managements;
- (ix) reviewed the standalone unaudited financial projections of Fonsai and each of the Merging Companies for the period 2012-2015 as prepared by the respective management teams with the support of an independent industrial adviser and approved by their respective Board of Directors on November 28th, 2012 and on December 4th, 2012 for Milano Assicurazioni and the subsequent updates received between December 13th and December 16th, 2012;



- (x) reviewed certain market analyses, assumptions and forecasts prepared by the management of the Company, Fonsai and the Merging Companies with the support of an independent industrial adviser relating to their respective businesses and the envisaged impact of the Transaction, including a review of the estimated synergies expected to result from the Transaction (the “**Synergies**”) as indicated in the presentation dated December 13th, 2012 provided by the Company; and
- (xi) performed such other financial studies and analyses and considered such other information as provided to us by or on behalf or at the direction of the Company, including information provided by Fonsai and the Merging Companies or their respective advisers or representatives as of the date hereof and as we deemed appropriate for the purposes of this opinion.

In addition, we have held discussions with certain members of the management of the Company, Fonsai and the Merging Companies with respect to certain aspects of the Transaction, and the past and current business operations of their respective companies, the financial condition and future prospects and operations of such companies, the effects of the Transaction on the financial condition and future prospects of the Company and the Merged Entity and certain other matters we believed necessary or appropriate to our inquiry.

In performing our analysis, we have used such valuation methodologies (as illustrated further below) as we have deemed necessary or appropriate for the purposes of this opinion. Our view is based on: (i) our consideration of the information which the Company, Fonsai, the Merging Companies and their respective representatives and advisers have supplied to us to date, (ii) our understanding of the terms upon which Fonsai and the Merging Companies intend to consummate the Transaction, including the fact that, prior to the Merger becoming effective, Unipol Assicurazioni shall execute a capital increase of €600 million, with 600,000,000 new shares being issued, fully and entirely subscribed for by the Company and shall declare and pay dividends in such form and amount as communicated to us by the Company on December 13th, 2012, (iii) the assumption that the Transaction will be consummated according to the structure and within the time periods contemplated by the Merger Project, the Investment Agreement and the Integrated Investment Agreement, (iv) the assumption that the agreements in relation to both “*Convertendo*” as described in the *Relazione degli Amministratori* and put & call option on Unipol Banca SpA shall be implemented as described in the *Relazione degli Amministratori*, (v) the impact on the expected Synergies should Milano Assicurazioni not participate to the Transaction, as estimated by the Company with the support of an independent industrial adviser acting for the Company and communicated to us by the Company, and (vi) the acquisition of the control by the Company over Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni as being achieved through the execution and consummation of the Investment Agreement, including the agreements reached between the Company (which was also acting on behalf of Unipol Assicurazioni) and Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni in the period May 23rd to June 13th, 2012, including the preliminary financial terms of the Merger.

In giving our opinion, we have relied upon and assumed the accuracy and completeness of all information that was publicly available or was furnished to or discussed with us by the Company, Fonsai, the Merging Companies or otherwise reviewed by or for us, and we have



not independently verified (nor have we assumed responsibility or liability for independently verifying) any such information or its accuracy or completeness. We have not conducted or been provided with any valuation or appraisal of any assets or liabilities, nor have we evaluated the solvency of any of the companies participating to the Transaction, or any other company, under any laws relating to bankruptcy, insolvency or similar matters, nor have we independently verified or assessed the Synergies, technical reserves or any other actuarial or accounting information or real estate appraisal, including, among others, VIF, NBV and resulting estimated ANAV for Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni as provided to us and validated to us by the Company, Fonsai, Unipol Assicurazioni or Milano Assicurazioni or their respective management, professional advisers, or representatives. In relying on financial analyses, projections, assumptions and forecasts provided to us or derived therefrom, including the Synergies, we have assumed that they have been reasonably prepared based on assumptions reflecting the best currently available estimates and judgments by the management of the Company, Fonsai and the Merging Companies as to their expected future results of operations and financial condition of the companies, businesses, assets or properties to which such analyses, projections, assumptions or forecasts relate. We express no view as to such analyses, projections or forecasts (including the Synergies) or the assumptions on which they were based and the Company and the Committee have confirmed that we may rely upon such analyses, projections, assumptions and forecasts (including the Synergies) in the delivery of this opinion. We have assumed for the purposes of our analysis that prior to the Transaction becoming effective Unipol Assicurazioni will execute a €600 million capital increase fully and entirely subscribed by the Company and will declare and pay dividends in such form and amount as communicated to us by the Company on December 13th, 2012. We have also assumed that the Transaction and the other transactions contemplated or referred to in the Merger Project, the Investment Agreement, the Integrated Investment Agreement and in the *Relazione degli Amministratori* will have the tax consequences described in discussions with, and materials furnished to us by, representatives and advisers of the Company, and will be consummated as described in the Merger Project, the Investment Agreement, the Integrated Investment Agreement and in the *Relazione degli Amministratori*, and that the definitive Merger Project and the definitive *Relazione degli Amministratori* will not differ in any material respects from the drafts thereof furnished to us dated December 16th, 2012. We have also assumed that the representations and warranties made by the Merging Companies and Fonsai in the Merger Project, Investment Agreement, Integrated Investment Agreement and related agreements also involving the Company are and will be true and correct in all respects material to our analysis. We have not made any assumption on the potential terms and financial impact of any future asset disposal that the Merged Entity (or Fonsai or Milano Assicurazioni or Unipol Assicurazioni) shall undertake as part of the Italian AGCM ruling also considering that, as indicated in the *Relazione degli Amministratori*, such further potential transaction is envisaged to take place after the consummation of the Merger. As confirmed to us by the Company any such future asset disposal should be assumed to have no impact on the estimated Synergies. Additionally, the “*Convertendo*” as described in the *Relazione degli Amministratori* should be assumed to be issued by the Merged Entity only after the consummation of the Merger.

We are not legal, regulatory, accounting or tax experts and have relied on the assessments made by advisers to the Company with respect to such issues including, in particular,



without limitation, (i) the exemption already granted by Consob with respect to any requirement to launch a mandatory public tender offer on the share capital of any of Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni to remain valid; (ii) the feasibility of the Merger with the exclusion of Milano Assicurazioni and (iii) the assessment that holders of Premafin Ordinary Shares and Milano Assicurazioni Saving Shares should be entitled to exercise any rights of withdrawal - *diritto di recesso* - under applicable Italian law in relation to the Transaction without any adverse implications on the requirements prescribed by Consob vis-à-vis the previous point (i), which assessment we have assumed to be accurate, complete and correct. We have further assumed that all material governmental, regulatory or other consents and approvals necessary for the consummation of the Transaction have been obtained or will be obtained as the case may be without any adverse effect on the Company, Fonsai, the Merging Companies or the Merged Entity upon consummation of the Transaction or on the contemplated benefits of the Transaction. Similarly, based upon directions received by, or discussions held with, the Company and the Committee, we have not factored in our analysis areas of risk or potential events, in addition to what was explicitly indicated and quantified by the Company and endorsed by the Committee, that may have any adverse effect on the Company, Fonsai, any of the Merging Companies, or the Merged Entity upon consummation of the Transaction or on the contemplated benefits of the Transaction (in particular, but without limitation, with respect to actual or potential future litigation, actual or potential legal procedures or investigations as well as regulatory, accounting, real estate and actuarial appraisals, and fiscal matters).

In giving our opinion, we have relied on the Company's and the Committee's commercial assessments of the Transaction. The decision as to whether or not the Company enters into a Transaction and the terms on which it does so as well as the decision of the Committee to provide its reasoned opinion in accordance with the Procedure are decisions that can only be taken by the Company and the Committee respectively and we have assumed that the Transaction will be assessed and any opinion expressed by the Committee will be undertaken in its full, independent and autonomous judgment. We note that we were not requested to and did not provide any advice concerning the structure of the Transaction and the proposed Exchange Ratios. We also note that we did not participate in negotiations with respect to the terms of the Transaction (including the proposed Exchange Ratios) and related transactions. Further, no opinion is expressed as to whether any alternative transaction might be more beneficial to the Company.

* * * * *

We have set out below a short overview of such analysis and valuation methodologies that we have deemed necessary or appropriate for the purposes of this opinion. Such summary is not deemed to be nor represents a complete description of all detailed analyses carried out in the context of arriving at our opinion. The preparation of this opinion required a complex valuation process based on a number of elements including the use of valuation methodologies applied on a relative and homogeneous basis, which have had to be adapted to each company specific business model and operations, in the context of and only for the purpose of the Merger. As a result, the valuation methodologies described below and the results derived from the application of such valuation methodologies can not be considered



on an individual basis and separate from each other since they are part of a complex and unitary valuation process.

The valuation process and the valuation methodologies (as summarised below) adopted in order to derive this opinion have been carried out with the sole objective of obtaining a comparative estimate of the range of values of the economic capital of the Merging Companies and Fonsai and should be viewed in purely relative terms, for the sole and limited purpose of evaluating the fairness from a financial point of view to the Company of the proposed Exchange Ratios, considered collectively, as at the date hereof; they can therefore not be compared with market values or sale prices or considered to represent an absolute, separate or standalone valuation of the companies involved in the Transaction.

In arriving at our opinion and to derive ranges of the individual merger exchange ratios we have considered an analytical valuation methodology based on a sum-of-the-parts approach (“**Fundamental Valuation**” as better described below) as the most relevant criteria and used as a cross-check the Trading Multiples (as defined below) method and the Regression Analysis (as defined below). In addition, we have analysed and considered the value of the Synergies expected from the Transaction provided to us and endorsed by the Company and the Committee for use in this opinion. In arriving at our opinion, we have taken into account all analyses and valuations carried out by us and we have not assigned relevance to any particular aspect or factor individually taken.

It has to be noted that our valuation process also presents the following limitations and difficulties:

- (a) one of the Merging Companies (Unipol Assicurazioni) is not listed on the stock exchange. As a result, in order to preserve the comparability and homogeneous principle of the relative valuation exercise conducted, we could not use and perform relative valuations for the Merging Companies and Fonsai using current and historical share prices observed in the market over various periods of time, nor through the analysis of the target prices published by brokers and equity research analysts. It should be noted, however, that Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni market share prices have been extremely volatile and highly affected by a number of announcements, corporate actions and market speculations over the past months. Furthermore, the significance of market prices of such companies is affected by the low liquidity and limited coverage by brokers of the respective stocks;
- (b) Premafin’s business model and operations are significantly different from Fonsai and the other Merging Companies as further explained below;
- (c) the financial projections and the expected Synergies used for the purpose of the analyses and valuation carried out inherently present aspects of high risk and uncertainty as to the expected future operational and financial performance of the companies considered and may be subject to significant variance due to changes in the macroeconomic environment, financial markets conditions, regulatory framework or company-specific events; the different characteristics of the business models of the companies considered may also lead to potentially different consequences with



respect to their relative valuations as a function of external variables associated with the macroeconomic and financial markets environment;

- (d) the current international financial markets are highly volatile, with impacts which may be significant, and unpredictable, with reference not only to the market prices of equity and debt securities, but also to key relevant financial and actuarial metrics such as the ANAV, VIF and NBV used in the context of our valuation;
- (e) a number of forecasts, financial projections and actuarial information used for the purposes of the relative valuations have been provided to us and endorsed by the Company and the Committee for use by us in this opinion and have not been audited or reviewed by independent third-parties;
- (f) the existence of different types of shares issued with respect to both Fonsai (*i.e.* Fonsai Ordinary Shares, Fonsai Class A Saving Shares and Fonsai Class B Saving Shares) and Milano Assicurazioni (*i.e.* Milano Assicurazioni Ordinary Shares and Milano Assicurazioni Saving Shares), with a number of factors to be taken into account, including, among the others, market trading levels, trends between ordinary and saving shares, liquidity and amount of the cumulative preferred dividend to which holders of saving shares are potentially entitled;
- (g) the limited comparability of listed peers with Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, which operate in different geographic markets and present different business size, growth and risk profile; and
- (h) we have observed a low statistical significance of the Regression Analysis and have consequently noted the limited relevance of such valuation method in the context of the broader and overall valuation process.



Valuation methodologies

In arriving at our opinion, taking into account the specific characteristics of Fonsai and the Merging Companies, we selected a variety of valuation methodologies and criteria (analytical and empirical). Such methodologies should not be considered individually, but only as an integral part of a combined valuation process.

The following valuation methodologies have been applied to Fonsai, Unipol Assicurazioni, and Milano Assicurazioni:

- (a) Fundamental Valuation;
- (b) Trading Multiples; and
- (c) Regression Analysis.

In relation to Premafin, in light of its financial holding status, the above indicated methodologies have not been applied. Premafin has been valued on the basis of its net financial worth resulting from the valuation of its direct and indirect stake in Fonsai at the Fonsai value resulting from the application to Fonsai of the above indicated methodologies. Such net financial worth has then been adjusted to take into account Premafin operating costs as estimated by its management.

The following paragraphs contain a description of the valuation methodologies and the results deriving from their application to Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni.

A. Fundamental Valuation

The Fundamental Valuation is based on an analytical *sum-of-the-parts* approach; accordingly, the valuation of each of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, for the purposes of this opinion, is derived as the sum of the values attributable to:

- (a) ANAV;
- (b) VIF for the life business;
- (c) goodwill in relation to the non-life business, estimated applying a Dividend Discount Model (“DDM”) approach; and
- (d) goodwill in relation to the life business, estimated on the basis of the expected value of future new production.

This methodology has been considered as the most relevant because of its flexibility in capturing and assessing, on a homogenous and relative basis, the different business mix,



capital structure, financial profitability, growth and risk profile specific to each of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni.

The financial and actuarial data used in this methodology are as of September 30th, 2012 and the financial forecasts prepared by the management of Fonsai and the Merging Companies are for the period 2012-2015.

We have set out below a description of the process undertaken to derive the above mentioned four building blocks.

ANAV

The ANAV has been calculated adjusting, on a post-tax basis, the shareholders' equity as reported in the financial statements of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni as of September 30th, 2012 prepared according to IAS/IFRS mainly for intangible assets and unrealised capital gains / losses on financial investments and real estate portfolio, applying such adjustments as required to preserve consistency with the actuarial methodology used to estimate the VIF. The approach and the inputs to adjust the reported shareholders' equity have been validated and endorsed by the management of the Company, the Committee, Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni.

The resulting values have been further adjusted to take into account any capital increase or distributions of dividends expected to take place before consummation of the Merger.

VIF

The VIF is the present value of the expected future shareholders' profits, on an estimated post-tax basis, which are expected to be generated by the life policies portfolio in force at the valuation date, taking into account the residual duration of the portfolio and the cost of holding the capital required to support such in-force business (*i.e.* solvency level). In performing its analysis, we used the VIF as calculated, validated and provided to us by the management of the Company, Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, taking into consideration an appropriate solvency level.

Goodwill in relation to the non-life business

The value of the goodwill in relation to the non-life business has been estimated through the application of a DDM. The DDM assumes that the value of the goodwill is equal to the sum of the net present value of:

- future cash flows generated in a chosen period and theoretically distributable to shareholders taking into account an appropriate level of solvency; and
- the so-called *terminal value*, calculated as the value of a perpetual annuity (1.5-2.5% terminal growth) estimated on the basis of a cash flow distributable in the long-term, while maintaining the company at an appropriate level of solvency.



Such future cash flows have been discounted using a cost of equity, calculated on the basis of a Capital Asset Pricing Model formula, which is included in an 11.0-12.5% range for Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni.

Goodwill in relation to the life business

The value of the goodwill of the life business has been estimated through the determination of “theoretical” multipliers based on hypotheses of an adequate cost of equity (11.0-12.5% range for Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni) and expectations of long-term growth (1.5-2.5%) to be applied to the value of one year of new life production (*i.e.* NBV) as calculated, validated and provided to us by the management of the Company, Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, taking into consideration, consistently with VIF, an appropriate solvency level.

B. Trading Multiples

The Trading Multiples (the “**Trading Multiples**”) method is based on the analysis of the stock market prices of a sample of companies deemed comparable with the ones being valued. For the application of the methodology, for each of the companies in the selected sample, a set of so-called *multiples*, calculated as the ratio between stock market capitalization and some financial indicators considered significant, is derived. Once the multiples deemed relevant on the basis of the sample considered have been selected, they are applied to the corresponding financial metrics of the company to be valued in order to calculate the value of its economic capital.

In order to identify the publicly traded companies to be compared to Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, we analysed and assessed the publicly available financial and key performance indicators of several European insurance companies we considered comparable and then compared such financial and key performance indicators with those of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni, taking into consideration, *inter alia*, the respective specific characteristics, areas of activity and business models.

The problems associated with identifying companies comparable in all respects required us to select a sample of companies to be compared to Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni on the basis of the characteristics deemed more relevant vis-à-vis their respective areas of activity, business model, markets of presence and other specific features, as well as on the basis of the liquidity of the respective traded stocks, coverage by equity research analysts (and hence of the availability of relevant market consensus estimates) and other contingent factors which may have an impact on the significance of the stock market prices or on the calculated multiples. On the basis of such considerations, the following companies operating in the European insurance sector have been included in the sample: Allianz, Aviva, AXA, Baloise, Generali, Helvetia, Mapfre, Sampo and Zurich Insurance Group.

The multiples considered most relevant were identified on the basis of the specific characteristics of the insurance industry, the market practice and the greater comparability

of the metrics among the companies part of the sample. To such purpose, we considered the multiple P/E (Price/Earnings) as the most relevant.

The application of the P/E multiple for the valuation of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni has been performed by applying the selected range of that ratio for the fiscal years 2013, 2014 and 2015 on the basis of a qualitative assessment of the significance of such calculated multiples and of the financial, profitability and expected growth profile of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni to Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni respective forecasted net income, normalised for non-recurring items indicated by the management.

The average of the stock market prices for the last month before December 14th, 2012 (inclusive) was used in order to mitigate the impact of the current high volatility observed in the equity capital markets but, nevertheless, to allow for the most recent market news flow.

C. Regression Analysis

The Regression Analysis (the “**Regression Analysis**”) method relies on an assumed correlation between the prospective profitability of a company (expressed in this specific case by the ratio between the normalised net income and the so-called *tangible equity*, i.e. *Return on Average Tangible Equity* or “**RoATE**”) as derived from market consensus financial estimates and the ratio between its stock market capitalisation and the tangible equity itself (Price/Tangible Equity or P/TE).

Once calculated for a sample of insurance companies, the parameters extrapolated from the Regression Analysis, if statistically significant, can be applied to the expected RoATE and tangible equity of an insurance company to derive the theoretical value of its economic capital.

On the same sample of companies selected for the application of the Trading Multiples, we performed a linear regression using the respective RoATE and P/TE as variables. For the purpose of this opinion, RoATE 2014 values were compared with P/TE 2013 values and RoATE 2015 values were compared with P/TE 2014 values, deriving, on the basis of their expected RoATE, P/TE 2013 and P/TE 2014 multiples to be applied to the respective estimated tangible equity of Fonsai, Unipol Assicurazioni and Milano Assicurazioni.



Summary of results

Without prejudice to the factors, hypotheses and limitations described in the preceding paragraphs, the table below summarises the results obtained by applying the various valuation methods described to determine individual implied exchange ratios of the Merging Companies shares vis-à-vis Fonsai Ordinary Shares and Fonsai Class B Saving Shares.

Methodology	Implied exchange ratios range			
	<i>number of Fonsai Ordinary or Class B Saving Shares (as applicable) for each share of:</i>			
	Premafin	Unipol Assicurazioni	Milano Ass.ni Ord	Milano Ass.ni Sav
Fundamental Valuation	0.03 – 0.08	1.44 – 2.06	0.27 – 0.41	0.44 – 0.66
Trading Multiples	0.02 – 0.08	1.49 – 2.27	0.24 – 0.37	0.38 – 0.60
Regression Analysis	0.03 – 0.03	1.76 – 1.95	0.33 – 0.35	0.53 – 0.56

In arriving at our opinion, we took furthermore into consideration the value of the potential Synergies expected to be derived from the merger as estimated and validated by the management of the Company with the support of the Company's independent industrial adviser and the related impact on the value of the economic capital of the Merged Entity for the share attributable to the Company on the basis of the proposed Exchange Ratios. On the basis of expected Synergies in the range of €330-360 million per annum on a pre-tax basis, as provided to us by the Company, the value of such Synergies, net of assumed restructuring charges and costs, has been estimated in the region of €1.6 billion.

* * * * *

Our opinion is necessarily based on economic, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof. As a result, other factors after the date hereof may affect the value of the businesses of the Company, Fonsai, the Merging Companies or the Merged Entity after consummation of the Transaction, including but not limited to (i) the total or partial disposition of the share capital of the Company by shareholders of the Company within a short period of time after the effective date of the Transaction (or of share capital of any of the Merging Companies and Fonsai by their respective shareholders), (ii) changes in prevailing interest rates and other factors which generally influence the price of securities, (iii) adverse changes in the current capital markets, (iv) the occurrence of adverse changes in the financial condition, business, assets, results of operations or prospects of the Company, Fonsai or any of the Merging Companies, (v) any necessary actions by or restrictions of governmental agencies or regulatory authorities, and (vi) timely execution of all necessary agreements or approvals to complete the Transaction on terms and conditions that are acceptable to all parties at interest.

It should be understood that subsequent developments may affect this opinion and that we do not have any obligation to update, revise, or reaffirm this opinion.

Our opinion is limited to the fairness, from a financial point of view, to the Company of the Exchange Ratios in the proposed Transaction considered collectively and we express no opinion as to the fairness of the Transaction to the holders of any class of securities, creditors or other constituencies of the Company or as to the underlying decision by the Company to engage in the Transaction or by the Committee to provide its reasoned opinion. Furthermore, we express no opinion with respect to the amount or nature of any compensation to any officers, directors, or employees of any party to the Transaction, or any class of such persons relative to the Exchange Ratios in the Transaction or with respect to the fairness of any such compensation. We are expressing no opinion herein as to the price at which the Company, Premafin, Milano Assicurazioni Ordinary and Saving Shares, Fonsai Ordinary Shares, Class A and Class B Saving Shares (or the Merged Entity shares) will or may trade at any future time. Similarly, we are expressing no opinion herein as to the price at which the Milano Assicurazioni Ordinary Shares and the Milano Assicurazioni Saving Shares will or may trade at any future time should Milano Assicurazioni ultimately not participate to the Transaction.

We have acted as financial adviser to the Committee with respect to the proposed Transaction and will receive a fee from the Company for our services, including for the delivery of this opinion. In addition, the Company has agreed to indemnify us for certain liabilities arising out of our engagement.

Please be advised that in the ordinary course of our businesses we and our affiliates within the JPMorgan Chase & Co. group have had, and continue to have, on-going investment banking and other commercial relationships with the Company, Fonsai, the Merging Companies and their respective affiliates, for which we and our affiliates have received, and continue to receive, customary compensation. In addition, in the ordinary course of our businesses, we and our affiliates as aforesaid may actively trade in the debt and equity securities of the Company, Fonsai or any of the Merging Companies (including their respective associates and affiliates) for our own account or for the accounts of customers and, accordingly, we may at any time hold long or short positions in such securities. Specifically, as at the date hereof, we are aware of the following positions being held by affiliates or subsidiaries of J.P. Morgan: a) 1.05% shareholding in the Company's controlling shareholder, Finsoe SpA; b) 0.01% of Fonsai Ordinary Shares and 0.86% of Fonsai Class A Saving Shares; c) 2.24% of Milano Assicurazioni Saving Shares; and d) 0.04% of the Company ordinary share capital.

Further, please be advised that during the two years preceding the date of this letter, we and our affiliates have had commercial or investment banking relationships with the Company, including any of its subsidiaries or affiliates for which we and such affiliates have received customary compensation.

On the basis of and subject to the foregoing, it is our opinion as of the date hereof that the Exchange Ratios being proposed, considered collectively, are fair, from a financial point of view, to the Company.

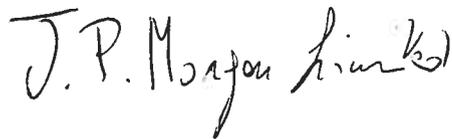
A handwritten signature in black ink, appearing to be 'Jm', located in the bottom right corner of the page.

This letter is provided and is for the benefit of the *Comitato per le Operazioni con Parti Correlate* of Unipol Gruppo Finanziario SpA only, in connection with and for the purposes of its evaluation of the Transaction. This opinion has not been prepared on behalf of or for the benefit of, and shall not confer any rights or remedies to, the other members of the Board of Directors of the Company. This opinion does not constitute a recommendation to any shareholder of the Company, Premafin, Fonsai, Milano Assicurazioni as to how such shareholder should vote with respect to the Transaction or any other matter. Except where it is expressly provided for by provisions of law or regulation or expressly required by any competent regulatory authority, this opinion may not be disclosed, referred to, or communicated (in whole or in part) to any third party for any purpose whatsoever except with our prior written approval. This opinion may be reproduced in full in any proxy or information statement mailed to shareholders of the Company but may not otherwise be disclosed publicly in any manner without our prior written approval.

This opinion is rendered in the English language. If this opinion is translated into any language other than English and in the event of any discrepancy between the English language and any such other language version, the English language version shall always prevail. This opinion is given on the basis that it shall be governed by, and construed in accordance with, English law.

Very truly yours,

J.P. MORGAN LIMITED

A handwritten signature in black ink that reads "J.P. Morgan Limited". The signature is written in a cursive, flowing style.

Traduzione di cortesia

IL PRESENTE DOCUMENTO È STATO REDATTO IN FAVORE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO S.P.A. DA J.P. MORGAN LIMITED UNICAMENTE IN LINGUA INGLESE. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA È DI MERA CORTESIA E IN CASO DI INCOERENZA CON IL DOCUMENTO ORIGINALE IN LINGUA INGLESE FARÀ FEDE UNICAMENTE QUEST'ULTIMO

STRETTAMENTE CONFIDENZIALE

19 dicembre 2012

Comitato per le Operazioni con Parti Correlate
Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.
Via Stalingrado 45
40128 Bologna
Italia

Membri del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il "Comitato"):

Avete richiesto il nostro parere sulla congruità, da un punto di vista finanziario, per Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. (la "Società") dei Rapporti di Cambio proposti (come di seguito definiti) negoziati dalla Società nel contesto della prospettata fusione per incorporazione (l'"Operazione" o la "Fusione") di (i) Premafin Finanziaria Società per Azioni - Holding di Partecipazioni ("Premafin"), (ii) Unipol Assicurazioni S.p.A. ("Unipol Assicurazioni") e (iii) subordinatamente all'approvazione da parte dell'assemblea speciale dei propri azionisti di risparmio, Milano Assicurazioni S.p.A. ("Milano Assicurazioni"; Premafin, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, congiuntamente definite come le "Società Incorporande") in (iv) Fondiaria-SAI S.p.A. ("Fonsai"), quale società risultante dall'Operazione (la "Società Incorporante").

J.P. Morgan Limited

25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP

Registered in England & Wales No. 248609. Registered Office 25 Bank Street, Canary Wharf, London, E14 5JP
Authorized and regulated by the Financial Services Authority.

Il nostro incarico è stato formalizzato attraverso una lettera sottoscritta in data 16 aprile 2012 da J.P. Morgan Limited ("**J.P. Morgan**"), dalla Società e dal Comitato (la "**Lettera di Incarico**"). Il presente parere è rilasciato ai sensi della Lettera di Incarico.

Come indicato nella bozza del progetto di fusione che dovrà essere trasmesso ai Consigli di Amministrazione delle Società Incorporande e di Fonsai per l'approvazione (il "**Progetto di Fusione**"), la prospettata Operazione rappresenta l'ultima ed essenziale fase di un più ampio accordo di aggregazione industriale fra la Società, Fonsai e le Società Incorporande, come inizialmente pattuito nell'accordo di investimento sottoscritto in data 29 gennaio 2012 dalla Società e da Premafin (l'"**Accordo di Investimento**"), e come integrato dagli accordi raggiunti dalla Società (anche per conto di Unipol Assicurazioni) con Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni fra il 23 maggio 2012 e il 13 giugno 2012 contenenti anche i preliminari termini finanziari della Fusione.

A seguito della sottoscrizione di un aumento di capitale riservato eseguito da Premafin in data 19 luglio 2012, la Società ha acquisito il controllo diretto di Premafin e il controllo indiretto di Fonsai e Milano Assicurazioni, essendo queste ultime, rispettivamente, una società direttamente controllata da Premafin e una società indirettamente controllata da Premafin. Più precisamente, alla data odierna, la Società detiene:

- (i) il 100% del capitale sociale di Unipol Assicurazioni, suddiviso in 259.056.000 azioni ordinarie con valore nominale pari a €1,00 ciascuna (le "**Azioni Ordinarie Unipol**"); non sono state emesse azioni di risparmio né altre categorie di azioni;
- (ii) circa l'80,9% del capitale sociale di Premafin, suddiviso in 2.151.580.097 azioni ordinarie prive di valore nominale (le "**Azioni Ordinarie Premafin**"); non sono state emesse azioni di risparmio né altre categorie di azioni;
- (iii) direttamente e indirettamente, circa il 41,9% del capitale ordinario di Fonsai, suddiviso in 920.565.922 azioni ordinarie prive di valore nominale (le "**Azioni Ordinarie Fonsai**"); il capitale sociale di Fonsai è composto anche da 1.276.836 azioni di risparmio di Classe A prive di valore nominale (le "**Azioni di Risparmio di Classe A Fonsai**") e 321.762.672 azioni di risparmio di Classe B prive di valore nominale (le "**Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai**"); non sono state emesse altre categorie di azioni; e
- (iv) indirettamente, circa il 63,8% del capitale ordinario di Milano Assicurazioni, suddiviso in 1.842.334.571 azioni ordinarie prive di valore nominale (le "**Azioni Ordinarie Milano Assicurazioni**"); il capitale sociale di Milano Assicurazioni è composto anche da 102.466.271 azioni di risparmio prive di valore nominale (le "**Azioni di Risparmio Milano Assicurazioni**"); non sono state emesse altre categorie di azioni.

Come ci è stato comunicato dalla Società in data 15 dicembre 2012, i proposti rapporti di cambio delle azioni delle Società Incorporande in azioni di Fonsai (i "**Rapporti di Cambio**") sono i seguenti:

- (i) 0,050 Azioni Ordinarie Fonsai per ciascuna Azione Ordinaria Premafin oggetto di scambio (il **“Rapporto di Cambio Premafin”**); e
- (ii) 1,497 Azioni Ordinarie FonSai per ciascuna Azione Ordinaria Unipol oggetto di scambio (il **“Rapporto di Cambio Unipol Assicurazioni”**); e
- (iii) qualora Milano Assicurazioni partecipi all’Operazione, 0,339 Azioni Ordinarie Fonsai per ciascuna Azione Ordinaria Milano Assicurazioni oggetto di scambio (il **“Rapporto di Cambio Azioni Ordinarie Milano Assicurazioni”**) e 0,549 Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai per ciascuna Azione di Risparmio Milano Assicurazioni oggetto di scambio (il **“Rapporto di Cambio Azioni di Risparmio Milano Assicurazioni”**);

e, ai sensi del Progetto di Fusione, le seguenti azioni saranno poste in essere ai fini del perfezionamento della Fusione:

- (a) tutte le azioni ordinarie e di risparmio delle Società Incorporande detenute direttamente da Fonsai e dalle altre Società Incorporande saranno annullate senza concambio;
- (b) tutte le azioni proprie ordinarie e di risparmio detenute direttamente dalle Società Incorporande saranno annullate senza concambio; e
- (c) tutte le altre azioni ordinarie e di risparmio delle Società Incorporande saranno scambiate (*x*) con Azioni Ordinarie Fonsai e con Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai detenute dalle Società Incorporande, e (*y*) per il residuo, con Azioni Ordinarie Fonsai e con Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai di nuova emissione.

Con riguardo a Milano Assicurazioni, ai sensi del Progetto di Fusione, qualora l’assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni non dovesse approvare l’Operazione, la Fusione sarà perfezionata attraverso la fusione per incorporazione di Premafin e Unipol Assicurazioni in Fonsai secondo i medesimi rapporti di cambio indicati nei precedenti punti (i) e (ii).

L’Operazione è soggetta all’approvazione dell’ISVAP e di altre autorità di vigilanza, nonché alla circostanza che la Società continui ad essere esentata dall’obbligo di promuovere un’offerta pubblica di acquisto su Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni. L’Operazione è soggetta anche all’approvazione delle rispettive assemblee straordinarie di ciascuna delle Società Incorporande e di Fonsai.

Anche se alcuni aspetti dell’Operazione sono stati riassunti nei precedenti paragrafi, Vi segnaliamo che i termini e le condizioni dell’Operazione stessa sono più compiutamente descritti nel Progetto di Fusione. Pertanto, la descrizione dell’Operazione e talune altre informazioni qui riportate restano qualificate nella loro interezza con riferimento alle informazioni più dettagliate contenute nel Progetto di Fusione.

Ci avete informati che l’Operazione rappresenta un’tmoperazione con parti correlate” ai sensi del Regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del 21 marzo 2010, come

successivamente modificato (il **"Regolamento"**) e ai sensi delle procedura interna adottata dalla Società in data 11 novembre 2010 (la **"Procedura per l'Effettuazione di Operazioni con Parti Correlate"** o, più semplicemente, la **"Procedura"**). Ne consegue che, ai sensi degli articoli 4.3 (iv) e 7 della Procedura, il Comitato deve fornire *"un motivato parere vincolante sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione di Maggiore Rilevanza nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni"*.

È opportuno osservare che non abbiamo agito in qualità di *advisor* del Comitato in relazione a qualsivoglia operazione già intrapresa o che dovrà essere intrapresa dalla Società in virtù del Progetto di Fusione, dell'Accordo di Investimento o dell'Accordo di Investimento Integrato, salvo che per il rilascio del presente parere di congruità relativo ai proposti Rapporti di Cambio negoziati dalla Società nell'ambito dell'Operazione.

Nel rilasciare il nostro parere sulla congruità, da un punto di vista finanziario, per la Società dei Rapporti di Cambio proposti, abbiamo:

- (i) esaminato l'Accordo di Investimento sottoscritto in data 29 gennaio 2012 e i successivi comunicati stampa che riassumono le integrazioni apportate all'Accordo di Investimento con lettere scambiate il 22 e 25 giugno 2012 (**l'Accordo di Investimento Integrato**);
- (ii) esaminato lo scambio di corrispondenza, a disposizione del pubblico, fra la Società (che ha agito anche nella sua veste di azionista di controllo di Unipol Assicurazioni) e Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni nel periodo fra il 23 maggio 2012 e il 13 giugno 2012, ivi inclusi i termini finanziari preliminari della Fusione;
- (iii) esaminato una bozza del Progetto di Fusione datata 16 dicembre 2012;
- (iv) esaminato una bozza della relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione della Società ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies* del Codice Civile, nonché ai sensi dell'articolo 70, comma 2, del Regolamento Consob n. 11971 (la **"Relazione degli Amministratori"**) datata 16 dicembre 2012;
- (v) esaminato talune informazioni economico-finanziarie e sulle attività della Società, di Fonsai e delle Società Incorporande a disposizione del pubblico, nonché relative ad alcune altre società che abbiamo ritenuto essere comparabili;
- (vi) esaminato il bilancio sottoposto a revisione contabile relativo all'esercizio terminato il 31 dicembre 2011 e la relazione trimestrale, non sottoposta a revisione contabile, al 30 settembre 2012 di Unipol Assicurazioni (entrambe su base non consolidata);
- (vii) esaminato il bilancio sottoposto a revisione contabile relativo all'esercizio terminato il 31 dicembre 2011 di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni (sia su base non consolidata sia su base consolidata) e la relazione trimestrale, non sottoposta a revisione contabile, al 30 settembre 2012 di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni (tutte su base consolidata e, con riferimento a Premafin, abbiamo esaminato anche

gli schemi di stato patrimoniale predisposti su base non consolidata); abbiamo inoltre esaminato gli schemi di stato patrimoniale, predisposti su base non consolidata, al 30 settembre 2012 di Finadin S.p.A. – Finanziaria di Investimenti;

- (viii) esaminato talune informazioni contabili e analisi non sottoposte a revisione contabile ai fini della stima dell'*Adjusted Net Asset Value* ("ANAV") alla data del 30 settembre 2012 nonché talune informazioni ed analisi attuariali in relazione al *Value of In-Force* ("VIF") alla data del 30 settembre 2012 e al *New Business Value* ("NBV") per i dodici mesi antecedenti al 30 settembre 2012, relative a Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni, come fornite e predisposte dai rispettivi *management* o conformemente alle istruzioni impartite dagli stessi;
- (ix) esaminato le proiezioni economico-finanziarie su base *standalone*, non sottoposte a revisione contabile, di Fonsai e di ciascuna Società Incorporanda per il periodo 2012-2015 come predisposte dai rispettivi *management*, con il supporto di un consulente industriale indipendente, ed approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 28 novembre 2012 e, per Milano Assicurazioni, il 4 dicembre 2012, nonché i successivi aggiornamenti ricevuti fra il 13 dicembre e il 16 dicembre 2012;
- (x) esaminato talune analisi di mercato, assunzioni e proiezioni predisposte dal *management* della Società, di Fonsai e delle Società Incorporande, con il supporto di un consulente industriale indipendente, e relative ai rispettivi settori di attività e ai possibili impatti dell'Operazione, ivi incluso un esame delle sinergie stimate che si prevede possano derivare dall'esecuzione dell'Operazione (le "Sinergie"), come indicate nella presentazione datata 13 dicembre 2012 fornita dalla Società; e
- (xi) effettuato ogni altro studio finanziario e analisi, e preso in considerazione le altre informazioni che, alla data odierna, ci sono state fornite dalla Società, da Fonsai e dalle Società Incorporande o per loro conto o conformemente alle istruzioni impartite dalle stesse o dai rispettivi consulenti o rappresentanti e che ci sono sembrate opportune ai fini del rilascio del presente parere.

In aggiunta, abbiamo intrattenuto colloqui con alcuni membri del *management* della Società, di Fonsai e delle Società Incorporande in relazione a taluni aspetti dell'Operazione, ai risultati operativi ed economico-finanziari passati e correnti delle rispettive società, alle condizioni finanziarie, alle prospettive future e ai risultati della gestione delle suddette società, agli effetti dell'Operazione sulle condizioni finanziarie e sulle prospettive future della Società e della Società Incorporante, nonché ad ogni altra questione che abbiamo ritenuto necessario o opportuno indagare.

Nello svolgimento della nostra analisi, abbiamo fatto ricorso ai metodi di valutazione che abbiamo ritenuto necessari o appropriati ai fini del rilascio del presente parere (il tutto come meglio descritto di seguito). La nostra valutazione è basata su: (i) le nostre considerazioni sulle informazioni forniteci ad oggi dalla Società, da Fonsai, dalle Società Incorporande e dai loro rispettivi rappresentanti e consulenti, (ii) la nostra comprensione dei termini secondo i

quali le Società Incorporande daranno esecuzione all'Operazione, ivi compresa la circostanza che, prima della data di efficacia della Fusione, Unipol Assicurazioni perfezionerà un aumento di capitale per un ammontare pari a Euro 600 milioni, mediante emissione di n. 600.000.000 nuove azioni integralmente sottoscritte e liberate dalla Società, nonché la circostanza che Unipol Assicurazioni delibererà e pagherà dividendi nell'ammontare e secondo le modalità comunicateci dalla Società il 13 dicembre 2012, (iii) l'assunzione che l'Operazione sarà eseguita secondo la struttura e nei termini temporali di cui al Progetto di Fusione, all'Accordo di Investimento e all'Accordo di Investimento Integrato, (iv) l'assunzione che gli accordi raggiunti in relazione al "Convertendo" come descritto nella Relazione degli Amministratori e alle opzioni *put* e *call* sulle azioni di Unipol Banca S.p.A. saranno perfezionati secondo quanto descritto nella Relazione degli Amministratori, (v) gli effetti delle Sinergie attese qualora Milano Assicurazioni non dovesse prendere parte all'Operazione, come stimati dalla Società con il supporto di un consulente industriale indipendente e a noi comunicati dalla Società e (vi) l'acquisto da parte della Società del controllo di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni, come conseguito attraverso l'esecuzione dell'Accordo di Investimento, comprensivo degli accordi raggiunti tra la Società (che ha agito anche per conto di Unipol Assicurazioni) e Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni tra il 23 maggio e il 13 giugno 2012, che contengono anche i termini preliminari della Fusione.

Nel rilasciare il nostro parere, abbiamo fatto affidamento e assunto l'accuratezza e completezza di tutte le informazioni a disposizione del pubblico o che ci sono state fornite o con noi discusse dalla Società, da Fonsai e dalle Società Incorporande o altrimenti esaminate da noi o per nostro conto; non abbiamo effettuato autonomamente alcuna verifica (né abbiamo assunto alcuna responsabilità per lo svolgimento di autonome verifiche) circa tali informazioni ovvero circa la loro accuratezza o completezza. Non abbiamo svolto né ci sono state fornite valutazioni o perizie circa le attività e le passività, né abbiamo svolto alcuna valutazione in merito alla solvibilità, di alcuna delle società partecipanti all'Operazione, o di qualunque altra società, ai sensi di qualsivoglia norma di legge in tema di fallimento, procedure concorsuali o istituti analoghi, né abbiamo verificato o accertato indipendentemente le Sinergie, le riserve tecniche o ogni altra informazione contabile o attuariale o perizie immobiliari, ivi inclusi, *inter alia*, il VIF, il NBV ed il risultante valore stimato dell'ANAV di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, come fornitici e validatici, dalla Società, Fonsai, Unipol Assicurazioni o Milano Assicurazioni ovvero dai rispettivi *management*, consulenti o rappresentanti. Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni forniteci o da queste derivate, ivi incluse le Sinergie, abbiamo assunto che esse siano state predisposte secondo ragionevolezza, sulla base di ipotesi che riflettano le migliori stime attualmente disponibili e i giudizi espressi dal *management* della Società, di Fonsai e delle Società Incorporande in merito ai risultati operativi attesi e alle condizioni finanziarie delle società, dei rispettivi *business*, attivi o beni immobili cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono. Non esprimiamo alcun parere in merito a tali analisi, proiezioni o stime (ivi incluse le Sinergie) o sulle ipotesi su cui gli stessi siano basati e la Società ed il Comitato hanno confermato che, ai fini del rilascio del

presente parere, possiamo fare affidamento su tali analisi, proiezioni, ipotesi e stime (ivi incluse le Sinergie). Ai fini della nostra analisi, abbiamo assunto che, prima della data di efficacia dell'Operazione, Unipol Assicurazioni perfezionerà un aumento di capitale per un ammontare pari a Euro 600 milioni, interamente sottoscritto e liberato dalla Società e pagherà dividendi nell'ammontare e secondo le modalità comunicateci dalla Società il 13 dicembre 2012.

Abbiamo altresì assunto che l'Operazione nonché le altre operazioni previste - o a cui il Progetto di Fusione, l'Accordo di Investimento, l'Accordo di Investimento Integrato e la Relazione degli Amministratori facciano riferimento - produrranno gli effetti fiscali discussi con i rappresentanti e i consulenti della Società, così come riflessi nella documentazione fornitaci da questi ultimi, e tali operazioni saranno eseguite secondo quanto previsto dal Progetto di Fusione, dall'Accordo di Investimento, dall'Accordo di Investimento Integrato e dalla Relazione degli Amministratori e che la versione definitiva del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori non conterrà variazioni significative rispetto alle bozze, datate 16 dicembre 2012, che ci sono state fornite. Abbiamo altresì assunto che le dichiarazioni e le garanzie rese dalle Società Incorporande e da Fonsai nel Progetto di Fusione, nell'Accordo di Investimento, nell'Accordo di Investimento Integrato e negli altri accordi ancillari cui abbia partecipato anche la Società sono e saranno veritiere e corrette in relazione a tutti gli aspetti rilevanti ai fini della nostra analisi. Non abbiamo formulato alcuna ipotesi in relazione ai potenziali termini ed all'impatto finanziario di qualsivoglia futuro atto di dismissione di attività da parte della Società Incorporante (o di Fonsai, o di Milano Assicurazioni, o di Unipol Assicurazioni) che dovesse essere posto in essere in adempimento di quanto disposto dall'AGCM, anche in considerazione del fatto che, ai sensi della Relazione degli Amministratori, tale ulteriore possibile operazione dovrebbe essere posta in essere dopo il perfezionamento della Fusione. Come confermatoci dalla Società, si deve assumere che tale dismissione di attività non abbia alcun impatto sulle Sinergie stimate. In aggiunta, si deve assumere che il "Convertendo" come descritto nella Relazione degli Amministratori sarà emesso dalla Società Incorporante solo in seguito al perfezionamento della Fusione.

Non siamo esperti legali, regolamentari, contabili o fiscali e abbiamo fatto affidamento sugli accertamenti svolti dai consulenti della Società con riferimento ai suddetti ambiti, inclusi, in particolare, a mero scopo esemplificativo e non esaustivo, (i) il permanere della validità dell'esenzione, già accordata da Consob, dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni; (ii) la possibilità di perfezionare la Fusione senza che vi partecipi Milano Assicurazioni e (iii) l'accertamento circa il fatto che i titolari delle Azioni Ordinarie Premafin e i titolari delle Azioni di Risparmio Milano Assicurazioni siano legittimati all'esercizio del diritto di recesso ai sensi delle disposizioni della normativa italiana in relazione all'Operazione, senza che si produca alcun effetto o impatto che possa pregiudicare i requisiti prescritti da Consob in relazione al punto (i) che precede, il cui accertamento abbiamo assunto essere accurato, completo e corretto. Abbiamo inoltre assunto che tutti i consensi o autorizzazioni governative, regolamentari o di altra natura necessari ai fini del completamento dell'Operazione siano stati ottenuti o

saranno ottenuti, a seconda dei casi, senza il prodursi di effetti pregiudizievoli sulla Società, su Fonsai, e sulle Società Incorporande o sulla Società Incorporante a seguito dell'esecuzione dell'Operazione ovvero sui benefici attesi dall'Operazione. Allo stesso modo, in virtù delle istruzioni ricevute da, o sulla base delle conversazioni avute con, la Società ed il Comitato, non abbiamo preso in esame - nell'ambito della nostra analisi - aree di rischio o potenziali eventi ulteriori rispetto a quanto espressamente indicato e quantificato dalla Società e approvato dal Comitato, che possano avere un effetto pregiudizievole sulla Società, su Fonsai, su ciascuna Società Incorporanda e sulla Società Incorporante a seguito dell'esecuzione dell'Operazione ovvero sui benefici attesi dall'Operazione (ivi inclusi, a scopo meramente esemplificativo, contenziosi attuali o potenziali futuri, procedimenti legali o accertamenti attuali o potenziali, nonché tematiche di natura regolamentare, contabile, immobiliare e attuariale, ovvero fiscale).

Nel rilasciare il nostro parere, abbiamo fatto affidamento sulle valutazioni commerciali dell'Operazione elaborate dalla Società e dal Comitato. La decisione circa l'approvazione dell'Operazione e la decisione circa i relativi termini e condizioni nonché la decisione del Comitato di fornire il proprio parere motivato ai sensi della Procedura sono attribuibili esclusivamente alla Società ed al Comitato rispettivamente ed abbiamo assunto che l'Operazione sarà valutata dal Comitato e che il parere di quest'ultimo sarà fornito secondo il suo pieno, indipendente e autonomo giudizio. Segnaliamo che non ci è stato richiesto di fornire e non abbiamo fornito alcuna consulenza in relazione alla struttura dell'Operazione e sui Rapporti di Cambio proposti. Segnaliamo anche che non abbiamo partecipato alle negoziazioni aventi ad oggetto i termini dell'Operazione e delle operazioni connesse e ancillari. Inoltre, non abbiamo espresso pareri in relazione ad operazioni alternative che potrebbero determinare maggiori benefici per la Società.

* * * * *

Si riporta di seguito una breve rassegna delle metodologie di analisi e valutazione che abbiamo ritenuto necessario ed appropriato adottare ai fini del rilascio del presente parere. Tale rassegna non deve considerarsi e non rappresenta una descrizione esaustiva di tutte le approfondite analisi svolte nell'ambito dell'elaborazione del nostro parere. La predisposizione del presente parere ha richiesto un complesso processo valutativo basato su vari elementi, incluso l'uso di metodologie valutative applicate su base relativa e omogenea, che devono essere adattati tenendo in considerazione le specificità del modello di *business* e delle attività di ciascuna società, nell'ambito, ed esclusivamente ai fini, della Fusione. Di conseguenza, le metodologie di valutazione di seguito descritte ed i risultati da esse derivanti non possono essere considerati individualmente e su base autonoma in quanto rientranti in un unico e complesso processo valutativo.

Il processo valutativo e le metodologie di valutazione (come di seguito riassunte) adottate al fine di rilasciare il presente parere sono stati svolti con l'unico obiettivo di ottenere una stima comparativa di intervalli di valori del capitale economico delle Società Incorporande e di Fonsai e dovrebbero essere considerati in termini meramente relativi, al fine dell'unico e limitato obiettivo di valutare alla data odierna la congruità per la Società, da un punto di vista finanziario, dei Rapporti di Cambio proposti, complessivamente considerati; tali valori non possono, pertanto, essere confrontati con i valori di mercato o prezzi di vendita o essere considerati come valutazioni assolute o autonome delle società coinvolte nell'Operazione.

Nell'elaborare il nostro parere e nel determinare intervalli dei singoli rapporti di cambio abbiamo considerato un metodo di valutazione analitico basato su un approccio "*Somma delle Parti*" (la "**Valutazione Fondamentale**" come meglio descritta di seguito) quale criterio principale ed abbiamo utilizzato il Metodo dei Multipli (come di seguito definito) e l'Analisi di Regressione (come di seguito definita) come metodi di controllo. Inoltre, abbiamo analizzato e considerato il valore delle Sinergie attese dall'Operazione; tali Sinergie ci sono state fornite e sono state approvate dalla Società e dal Comitato ai fini dell'utilizzo per questo parere. Nel rilasciare il nostro parere, abbiamo tenuto conto di tutte le analisi e valutazioni da noi svolte e non abbiamo assegnato particolare rilievo a nessuno aspetto o fattore considerato singolarmente.

Si segnala che il processo valutativo presenta altresì le seguenti limitazioni e difficoltà:

- (a) le azioni di una delle Società Incorporande (Unipol Assicurazioni) non sono quotate su un mercato regolamentato. Di conseguenza, al fine di garantire la comparabilità ed il principio di omogeneità delle valutazioni relative che sono state effettuate, non abbiamo potuto né utilizzare ed effettuare valutazioni relative per le Società Incorporande e per Fonsai facendo ricorso ai prezzi correnti e storici delle azioni come rilevati sul mercato nell'arco di diversi intervalli temporali, né impiegare l'analisi di prezzi obiettivo (c.d. *target price*) diffusi dagli intermediari e dagli analisti di ricerca. Tuttavia, occorre notare che i prezzi delle azioni di Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni sono stati, nel corso degli ultimi mesi, caratterizzati da un'estrema volatilità e sono stati fortemente influenzati da taluni annunci, avvenimenti relativi alle società e speculazioni. Inoltre, la significatività dei prezzi di mercato delle suddette società è influenzata dalla scarsa liquidità dei rispettivi titoli e dalla loro limitata copertura da parte degli analisti di ricerca;
- (b) il modello di *business* di Premafin e le attività della stessa differiscono in maniera significativa da quelli di Fonsai e delle altre Società Incorporande come ulteriormente spiegato in seguito;
- (c) le proiezioni economico-finanziarie e le Sinergie attese che sono state utilizzate ai fini delle analisi e delle valutazioni presentano intrinseci aspetti di elevato rischio ed incertezza in relazione ai futuri risultati finanziari ed operativi delle società prese in considerazione e possono essere soggette a variazioni, anche significative, dovute a cambiamenti del contesto macroeconomico, delle condizioni dei mercati finanziari, del

quadro normativo o di specifici eventi legati alle società; le differenti caratteristiche dei modelli di *business* delle società prese in considerazione conducono anche a conseguenze potenzialmente differenti con riguardo alle valutazioni relative in funzione di variabili esterne associate al contesto macroeconomico e ai mercati finanziari;

- (d) attualmente i mercati finanziari internazionali sono caratterizzati da elevata volatilità, con impatti che potrebbero essere significativi ed imprevisi in relazione non solo ai prezzi di mercato degli strumenti di capitale di rischio o di debito, ma anche in relazione ad aggregati finanziari ed attuariali chiave come l'ANAV, il VIF e il NBV utilizzati nell'ambito della nostra valutazione;
- (e) un certo numero di previsioni, proiezioni economico-finanziarie e informazioni attuariali utilizzate ai fini delle relative analisi ci sono state fornite e sono state approvate dalla Società e dal Comitato e non sono state certificate o esaminate da terzi indipendenti;
- (f) l'esistenza di differenti tipologie di azioni con riferimento sia a Fonsai (*i.e.* le Azioni Ordinarie Fonsai, le Azioni di Risparmio di Classe A Fonsai e le Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai) sia a Milano Assicurazioni (*i.e.* le Azioni Ordinarie di Milano Assicurazioni e le Azioni di Risparmio di Milano Assicurazioni), in relazione alle quali occorre tenere in considerazione un certo numero di fattori, ivi inclusi, *inter alia*, i livelli di negoziazione di mercato e i *trend* riscontrati fra le azioni ordinarie e le azioni di risparmio, la liquidità, l'ammontare del dividendo cumulativo privilegiato a cui abbiano eventualmente diritto i titolari di tali azioni di risparmio;
- (g) la limitata comparabilità di società con azioni quotate con Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, in quanto operanti in mercati geografici diversi e aventi differenti dimensioni del volume di affari, nonché differenti profili di rischio e di crescita; e
- (h) abbiamo osservato una bassa significatività statistica dell'Analisi di Regressione e abbiamo, di conseguenza, notato la limitata rilevanza di tale metodo di valutazione nell'ambito del più ampio e complessivo processo di valutazione.

Metodologie di valutazione adottate

Ai fini del rilascio del nostro parere, in considerazione delle caratteristiche specifiche di Fonsai e delle Società Incorporande, abbiamo individuato una pluralità di metodologie e criteri di valutazione (sia di natura analitica che empirica). Tali metodologie non devono essere considerate singolarmente, bensì come parte inscindibile di un processo valutativo unitario.

Le seguenti metodologie di valutazione sono state applicate a Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni:

- (a) Valutazione Fondamentale;
- (b) Multipli di Mercato; e
- (c) Analisi di Regressione.

Con riferimento a Premafin, data la sua natura di *holding* finanziaria di partecipazioni, le sopra indicate metodologie non sono state utilizzate. Premafin è stata valutata in base al proprio attivo patrimoniale netto risultante dalla valorizzazione della partecipazione diretta ed indiretta detenuta in Fonsai in base al valore risultante dall'applicazione a Fonsai delle metodologie sopra indicate. Tale valore è stato rettificato per tenere conto dei costi di funzionamento di Premafin come stimati dal suo *management*.

Nei successivi paragrafi vengono sinteticamente descritte le metodologie di valutazione adottate e i risultati derivanti dalla loro applicazione a Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni.

A. Valutazione Fondamentale

La Valutazione Fondamentale è basata su un approccio analitico di “*Somma delle Parti*”; conseguentemente, il valore di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, ai fini del presente parere, viene determinato come somma dei valori attribuibili a:

- (a) ANAV;
- (b) VIF per il segmento vita;
- (c) avviamento relativo al segmento danni, stimato utilizzando il metodo del *Dividend Discount Model* (“*DDM*”); e
- (d) avviamento relativo al segmento vita, stimato sulla base del valore atteso della nuova produzione futura.

Tale metodologia è stata considerata come la più rilevante data la sua flessibilità nel cogliere e valutare, su basi relative ed omogenee, i diversi *business mix*, strutture patrimoniali, profili di redditività, di crescita e di rischio specifici di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni.

I dati patrimoniali, economico-finanziari e attuariali alla base dell'applicazione di questa metodologia sono riferiti al 30 settembre 2012 e le proiezioni economico-finanziarie elaborate dal *management* di Fonsai e delle Società Incorporande si riferiscono al periodo 2012-2015.

Abbiamo inserito di seguito una descrizione del processo adottato per determinare i quattro addendi sopra menzionati.

ANAV

L'ANAV è stato calcolato rettificando, al netto delle imposte, il patrimonio netto come riportato nei resoconti intermedi di gestione al 30 settembre 2012 di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, redatti secondo i principi contabili IAS/IFRS, principalmente per attività immateriali e plusvalenze/minusvalenze latenti sul portafoglio titoli e immobiliare, applicando le rettifiche necessarie per preservare la coerenza con la metodologia attuariale utilizzata per stimare il VIF. La metodologia e i valori per la rettifica del patrimonio netto riportato nei suddetti resoconti intermedi di gestione sono stati validati e approvati dal *management* della Società, dal Comitato e dal *management* di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni.

I valori così ottenuti sono stati ulteriormente rettificati per tenere in considerazione ogni aumento di capitale o distribuzione di dividendi la cui esecuzione è prevista prima del perfezionamento della Fusione.

VIF

Il VIF rappresenta il valore attuale degli utili stimati futuri, al netto delle imposte, che si prevede saranno generati dal portafoglio polizze vita esistente alla data di valutazione, tenuto conto della durata residua del portafoglio e del costo associato al mantenimento del capitale richiesto per sostenere tale *business* (i.e. margine di solvibilità). Nel condurre le nostre analisi, abbiamo usato il VIF come calcolato, validato e fornito dal *management* della Società, di Fonsai, di Unipol Assicurazioni e di Milano Assicurazioni, tenendo in considerazione un adeguato margine di solvibilità.

Avviamento del segmento danni

Il valore dell'avviamento del segmento danni è stato stimato attraverso l'applicazione del metodo del DDM. Il DDM ipotizza che il valore di avviamento sia pari alla somma del valore attuale:

- dei flussi di cassa futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e teoricamente distribuibili agli azionisti tenendo conto di un adeguato margine di solvibilità; e
- del c.d. *terminal value* calcolato quale valore di una rendita perpetua (con 1,5-2,5% di crescita di lungo periodo) basata sulla stima dei flussi di cassa distribuibili nel lungo periodo, mantenendo la compagnia assicurativa ad un adeguato margine di solvibilità.

Tali flussi di cassa futuri sono stati attualizzati ad un costo del capitale individuato sulla base di una formula *Capital Asset Pricing Model* e compreso in un intervallo tra l'11,0% e il 12,5% per Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni.

Avviamento del segmento vita

Il valore dell'avviamento del segmento vita è stato stimato attraverso la determinazione di moltiplicatori "teorici" basati su ipotesi relative ad un adeguato costo del capitale (in un intervallo fra l'11,0% e il 12,5% per Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni) e le aspettative di crescita di lungo termine (1,5-2,5%) da applicarsi al valore della nuova produzione vita di un anno (*i.e.* NBV) come calcolato, validato e fornito dal *management* della Società, di Fonsai, di Unipol Assicurazioni e di Milano Assicurazioni, tenendo in considerazione, coerentemente con il VIF, un appropriato margine di solvibilità.

B. Multipli di Mercato

Il metodo dei Multipli di Mercato (i "**Multipli di Mercato**") è basato sull'analisi delle quotazioni di borsa di un campione di società considerate comparabili alle società oggetto di valutazione. Ai fini dell'applicazione della metodologia, per ognuna delle società del campione selezionato, è stata ricavata una serie di c.d. *multipli*, calcolati come il rapporto tra la capitalizzazione di borsa delle società stesse ed alcuni parametri finanziari ritenuti significativi. Una volta selezionati i multipli ritenuti rilevanti sulla base del campione considerato, gli stessi sono quindi applicati alle rispettive stime economico-finanziarie della società oggetto di valutazione al fine di ottenerne il valore del suo capitale economico.

Al fine di identificare un campione di società quotate da comparare con Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, abbiamo esaminato e ponderato le informazioni patrimoniali, economico-finanziarie e reddituali ed i principali indicatori finanziari pubblicamente disponibili relativi a molteplici compagnie assicurative europee considerate comparabili ed abbiamo successivamente confrontato tali informazioni con quelle delle società in esame, tenendo conto, tra l'altro, delle rispettive peculiarità, delle specifiche aree di attività e del modello di *business*.

I problemi relativi all'identificazione di società perfettamente comparabili ci ha indotto a selezionare un campione di società da confrontare con Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni in base ai tratti ritenuti più rilevanti rispetto alle loro rispettive aree di attività, modelli di *business*, mercati di riferimento e altre specifiche peculiarità, nonché in base alla liquidità dei relativi titoli azionari negoziati, alla copertura da parte degli analisti finanziari (e dunque alla disponibilità di stime di mercato rilevanti) e ad altri fattori contingenti che potrebbero incidere sulla significatività dei prezzi di borsa o dei multipli calcolati. Sulla base di tali considerazioni, nel campione selezionato sono state incluse le seguenti società operanti nel settore assicurativo a livello europeo: Allianz, Aviva, AXA, Baloise, Generali, Helvetia, Mapfre, Sampo e Zurich Insurance Group.

I multipli considerati maggiormente significativi sono stati individuati sulla base delle caratteristiche proprie del settore assicurativo, della prassi di mercato e della maggiore comparabilità delle rispettive metriche economico-finanziarie tra le società appartenenti al

campione di riferimento. A tal fine, abbiamo considerato il rapporto P/U (Prezzo/Utile) quale multiplo maggiormente significativo.

L'applicazione dei multipli P/U per la valutazione di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni è stata condotta applicando – sulla base di considerazioni qualitative circa la significatività dei multipli ottenuti e del profilo finanziario, di redditività e di crescita attesa di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni – gli intervalli selezionati per gli esercizi 2013, 2014 e 2015 di tali rapporti alle stime di utile netto previsionale di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni, normalizzato sulla base delle componenti straordinarie indicate dal *management*.

Quale intervallo temporale di riferimento per i prezzi di borsa abbiamo considerato le medie relative all'ultimo mese anteriore al 14 dicembre 2012 (incluso) al fine di mitigare l'impatto dell'elevata attuale volatilità dei mercati ed allo stesso tempo al fine di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato nei periodi più recenti.

C. Analisi di Regressione

Il metodo dell'Analisi di Regressione (l'**"Analisi di Regressione"**) consiste nell'analisi della relazione tra la redditività attesa di una compagnia assicurativa (espressa nel caso specifico mediante il rapporto tra l'utile netto normalizzato ed il Patrimonio Netto tangibile c.d. *Tangible Equity* (c.d. *Return on Average Tangible Equity* o "RoATE")) come ricavata dalle stime economico-finanziarie di *consensus* di mercato ed il rapporto tra la capitalizzazione di mercato ed il valore dello stesso *Tangible Equity* ("P/TE").

Una volta calcolati su un campione di compagnie assicurative, i parametri estrapolati dall'Analisi di Regressione, qualora ritenuti statisticamente significativi, possono essere applicati al RoATE atteso ed al *Tangible Equity* di una compagnia assicurativa per derivarne il valore teorico del capitale economico.

Sullo stesso campione di riferimento identificato per l'applicazione dei Multipli di Mercato è stata realizzata una regressione lineare usando i rispettivi RoATE e P/TE come variabili. Ai fini del presente parere, sono stati considerati i valori del RoATE 2014 rispetto a quelli del P/TE 2013 ed i valori del RoATE 2015 rispetto a quelli del P/TE 2014, ottenendo, sulla base dei rispettivi RoATE attesi, multipli P/TE 2013 e P/TE 2014 da applicare ai relativi *Tangible Equity* stimati di Fonsai, Unipol Assicurazioni e Milano Assicurazioni.

Sintesi dei risultati

Ferme restando le considerazioni, ipotesi e limitazioni descritte nei precedenti paragrafi, vengono sintetizzati nella tabella che segue i risultati ottenuti dall'applicazione delle diverse metodologie di valutazione descritte per determinare i singoli intervalli impliciti dei rapporti di cambio delle azioni delle Società Incorporande rispetto alle Azioni Ordinarie Fonsai e alle Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai.

Metodologia	Intervalli di rapporti di cambio impliciti <i>no. Azioni Ordinarie Fonsai o, se del caso, Azioni di Risparmio di Classe B Fonsai per ogni azione di:</i>			
	Premafin	Unipol Ass.ni	Milano Ass.ni Ord	Milano Ass.ni Risp.
Valutazione Fondamentale	0,03 - 0,08	1,44 - 2,06	0,27 - 0,41	0,44 - 0,66
Multipli di Mercato	0,02 - 0,08	1,49 - 2,27	0,24 - 0,37	0,38 - 0,60
Analisi di Regressione	0,03 - 0,03	1,76 - 1,95	0,33 - 0,35	0,53 - 0,56

Nel formulare il presente parere, abbiamo inoltre tenuto conto del valore delle potenziali Sinergie attese derivare dalla fusione come stimate e validate dal *management* della Società con il supporto di un proprio consulente industriale indipendente, nonché del relativo impatto sul valore del capitale economico della Società Incorporante per la quota spettante alla Società in conformità ai Rapporti di Cambio proposti. Sulla base di Sinergie attese in un intervallo di €330-360 milioni all'anno al lordo delle imposte, come forniteci dalla Società, il valore delle suddette Sinergie, al netto di spese e costi attesi di ristrutturazione, è stato stimato intorno a € 1,6 miliardi.

* * * * *

Il nostro parere è necessariamente basato sulle condizioni economiche, di mercato e di altro tipo esistenti ad oggi e sulle informazioni forniteci fino alla data odierna. Pertanto, altri fattori successivi a tale data potrebbero avere un effetto sul valore delle attività della Società, di Fonsai, delle Società Incorporande o della Società Incorporante successivamente al perfezionamento dell'Operazione, ivi inclusi, a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo: (i) la vendita totale o parziale del capitale sociale della Società da parte dei suoi azionisti entro un breve periodo di tempo dopo la data di efficacia dell'Operazione (o del capitale sociale di una delle Società Incorporande e di Fonsai da parte dei rispettivi azionisti), (ii) cambi nei prevalenti tassi di interesse e in altri fattori che generalmente influenzano il prezzo dei titoli, (iii) eventi con effetti negativi sui mercati dei capitali, (iv) il verificarsi di eventi che abbiano effetti negativi sulle condizioni finanziarie, il *business*, le attività, i risultati operativi o le prospettive della Società, di Fonsai o di una delle Società Incorporande, (v) qualsiasi provvedimento con efficacia vincolante o restrizioni imposti da autorità amministrative o di sorveglianza, e (vi) l'esecuzione tempestiva di tutti gli accordi e le approvazioni necessari per il completamento dell'Operazione secondo termini e condizioni che siano accettabili per tutte le parti coinvolte.

Sviluppi successivi potrebbero avere effetti sul presente parere e, al verificarsi di tale circostanza, non saremo in alcun modo obbligati ad aggiornare, rivedere o rilasciare nuovamente il presente parere.

Il nostro parere è limitato alla congruità per la Società, da un punto di vista finanziario, dei Rapporti di Cambio, complessivamente considerati, nell'ambito della prospettata Operazione e non esprimiamo alcuna opinione in relazione alla congruità dell'Operazione per i titolari di qualunque classe di titoli, i creditori o altri *stakeholders* della Società, né in relazione alla decisione della Società di intraprendere ed eseguire l'Operazione, né in relazione al rilascio da parte del Comitato del proprio parere motivato. Inoltre, non esprimiamo alcun parere in relazione all'ammontare, o alla natura, di qualsiasi tipo di compenso attribuito a dirigenti, amministratori o dipendenti di alcuna delle parti dell'Operazione, o a classi di tali soggetti in relazione ai Rapporti di Cambio stabiliti per l'Operazione o in relazione alla congruità di tale compenso. Non esprimiamo alcun parere in relazione al prezzo al quale le azioni della Società, le Azioni Ordinarie Premafin, o le Azioni Ordinarie o di Risparmio Milano Assicurazioni ovvero le Azioni Ordinarie o le Azioni di Risparmio di Classe A e di Classe B Fonsai (o le azioni della Società Incorporante) saranno o potrebbero essere scambiate in futuro. Allo stesso modo, non esprimiamo alcun parere in relazione al prezzo al quale le Azioni Ordinarie Milano Assicurazioni e le Azioni di Risparmio Milano Assicurazioni saranno o potrebbero essere scambiate in futuro, ove Milano Assicurazioni non partecipasse all'Operazione.

Abbiamo agito quale *advisor* del Comitato in relazione all'Operazione proposta e riceveremo un compenso dalla Società per i servizi forniti, incluso il rilascio del presente parere. In aggiunta, la Società ha deciso di tenerci indenni e manlevati da alcune responsabilità relative al nostro incarico.

Vi segnaliamo che nel corso della nostra attività ordinaria, noi e le nostre società affiliate appartenenti al gruppo JPMorgan Chase & Co. abbiamo intrattenuto, e continueremo ad intrattenere, relazioni economiche continuative di *investment banking* o di altra natura commerciale con la Società, Fonsai, le Società Incorporande e le loro rispettive società affiliate; con riferimento a tali relazioni economiche noi e le nostre società affiliate abbiamo ricevuto, e continuiamo a ricevere, compensi in linea con la prassi di mercato. In aggiunta, nel corso della nostra attività ordinaria noi e le nostre società affiliate potremmo negoziare attivamente, sia sul mercato azionario sia sul mercato del debito, titoli della Società, di Fonsai o di una delle Società Incorporande (comprese le società a queste collegate e affiliate), per conto nostro o per conto di nostri clienti e, conseguentemente, potremmo assumere posizioni lunghe o corte su detti titoli. In particolare, ad oggi, siamo a conoscenza delle seguenti partecipazioni detenute da società affiliate a J.P. Morgan o da quest'ultima controllate: a) una partecipazione pari all'1,05% del capitale sociale dell'azionista di controllo della Società, Finsoe S.p.A.; b) una partecipazione pari allo 0,01% delle Azioni Ordinarie Fonsai e allo 0,86% delle Azioni di Risparmio di Classe A Fonsai; c) una partecipazione pari al 2,24% delle Azioni di Risparmio Milano Assicurazioni; e d) una partecipazione pari allo 0,04% del capitale sociale della Società.

Inoltre, Vi segnaliamo che nel corso dei due anni antecedenti la data del nostro parere, noi e le nostre società affiliate abbiamo intrattenuto relazioni commerciali o di *investment banking* con la Società, ovvero con sue società controllate o affiliate, con riferimento alle quali noi e le nostre società affiliate abbiamo ricevuto compensi in linea con la prassi di mercato.

Sulla base e alla luce di quanto sopra descritto, riteniamo che alla data odierna i Rapporti di Cambio, complessivamente considerati, siano congrui, da un punto di vista finanziario, per la Società.

Il presente parere è rilasciato esclusivamente in favore del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., nel contesto e ai fini della sua valutazione dell'Operazione. Il presente parere non è stato redatto nell'interesse o a beneficio degli altri membri del Consiglio di Amministrazione della Società e non conferisce agli stessi alcun diritto o azione. Il presente parere non costituisce una raccomandazione per gli azionisti della Società, Premafin, Fonsai, Milano Assicurazioni su come essi dovrebbero votare in relazione all'Operazione o a qualsivoglia altra materia. Fatta eccezione per i casi in cui sia espressamente previsto dalla legge o da disposizioni regolamentari o espressamente richiesto da una competente autorità di vigilanza, il presente parere non può essere divulgato, richiamato o trasmesso (in tutto o in parte) a terzi per qualsivoglia finalità senza il nostro preventivo consenso scritto. Il presente parere può essere riprodotto per intero in ogni documento informativo o assembleare inviato agli azionisti della Società, ma non può essere reso pubblico in altri modi senza il nostro preventivo consenso scritto.

Il presente parere è rilasciato in lingua inglese. Se dovesse essere tradotto in una lingua diversa dall'inglese e qualora dovessero emergere incoerenze tra la versione in lingua inglese e la versione in altra lingua, la versione in lingua inglese dovrà sempre considerarsi prevalente. Il presente parere è rilasciato sul presupposto che lo stesso sia regolato e redatto in conformità alla legge inglese.

Con i migliori saluti,

J.P. MORGAN LIMITED

F.to

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A.

DEL 20 DICEMBRE 2012

FUSIONE PER INCORPORAZIONE

DI

**PREMAFIN FINANZIARIA SOCIETÀ 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**” o “**Unipol**”), 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.

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 Unipol Assicurazioni in occasione di un costante confronto con i consigli di amministrazione di UGF, Fonsai, 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, del D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito, il “**TUF**”) e degli artt. 45 e 49 del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni (di seguito, il “**Regolamento Emittenti**”), (di seguito, 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.

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 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 successivamente alla fusione, 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 (di seguito, il “**Codice delle Assicurazioni Private**”) e del Regolamento ISVAP n. 14 del 18 febbraio 2008 (di seguito, 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 per la propria quota, diretta ed indiretta (per il tramite della controllata Finadin), 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 Finanziatrici/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 *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) 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 (complessivamente, di seguito l’“**Opzione Unipol Banca**”).

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, “**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**”).

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

all'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”, i cui termini essenziali sono di seguito illustrati.

2. DESCRIZIONE DELLE SOCIETÀ PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

2.1 Fonsai

2.1.1 Dati societari

Fondiarria-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 (di seguito, il “**Regolamento Parti Correlate**”), 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 Niela 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 Parti Correlate.

- *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 S.p.A., 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

2.2.4 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, ed è composto da 3 amministratori non esecutivi indipendenti: Germana Ravaoli, 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. È 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
Alessandra Trigiani	Sindaco supplente
Stefano Conticello	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 Parti Correlate, 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 Parti Correlate.

(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 un'impresa 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 S.p.A.” in “Sai - Società Assicuratrice Industriale S.p.A.”, Fonsai è la compagnia assicurativa italiana *leader* nei rami Auto, con una posizione di assoluto rilievo nel settore Danni (a livello di Gruppo Fonsai, è il secondo operatore nei rami Danni, Fonte: Premi del lavoro diretto italiano 2011 – Edizione 2012 – aprile 2012). Fonsai opera sul territorio con oltre 1200 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, i servizi di *leasing* per aziende e professionisti e 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 per Azioni e per l’attività di *bancassurance* sviluppata nei rami Danni, tramite l’accordo di *joint venture* (Incontra Assicurazioni S.p.A.) siglato da Fonsai con Capitalia S.p.A. (oggi gruppo UniCredit);
- (ii) assicurativo Vita, con l’attività svolta nei rami Vita tramite le società multiramo Fonsai e Milano Assicurazioni, oltre alla società specializzata Liguria Vita S.p.A., mentre 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, sui servizi di gestione dei portafogli 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: il Gruppo Fonsai, inoltre, svolge anche attività immobiliari principalmente tramite Immobiliare Lombarda S.p.A., Immobiliare Fondiaria SAI S.r.l. e Immobiliare Milano Assicurazioni S.r.l. 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 DI FONDIARIA-SAI S.P.A.

(Valori in milioni di Euro)

	3° Trimestre	Bilancio	Bilancio
	2012	2011	2010
Premi lordi	3.118,0	4.842,0	5.062,8
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	-9,2	-4,4	5,2

Premi diretti	3.110,7	4.831,1	5.049,2
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	-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 realizzazioni			
-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 311,7 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 indeducibili. 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 milioni 15.416,6 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 Fonsai 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
<i>variazione % (1)</i>	353,1	-121,7	
Risultato netto	386,0	-339,2	-165,7
<i>variazione % (1)</i>	204,5	-104,7	
Investimenti e disponibilità	20.660,3	19.928,3	19.868,1
<i>variazione % (2)</i>	3,7	0,3	
Riserve tecniche	19.545,0	19.601,0	19.588,7
<i>variazione % (2)</i>	-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
<i>variazione % (2)</i>	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 dal 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 Sogoint 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	Bilancio	Bilancio
	2012	2011	2010
Premi lordi	2.064,8	3.085,5	3.321,3
<i>Variazione % ⁽¹⁾</i>	-6,6	-7,1	0,5
Premi diretti	2.037,6	3.046,8	3.290,7
<i>Variazione % ⁽¹⁾</i>	-6,5	-7,4	-0,1
Pagamenti (sinistri, scadenze, riscatti e rendite)	2.103,8	2.853,4	2.970,7
<i>Variazione % ⁽¹⁾</i>	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
<i>Variazione % ⁽¹⁾</i>	-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 realizzazioni			
-esclusa la classe 'D' e le rettifiche di valore	271,9	224,3	375,3
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	58,7	-40,2	3,9
-esclusa la classe 'D' e comprese le rettifiche di valore	272,2	-390,2	-58,4
<i>variazione % ⁽¹⁾</i>	n.s.	568,2	n.s.
Risultato netto	70,7	-783,3	-512,7
<i>Variazione % ⁽¹⁾</i>	n.s.	52,8	n.s.
Investimenti e disponibilità	8.507,4	8.687,5	9.095,6
<i>Variazione % ⁽²⁾</i>	-2,1	-4,5	-4,1
Riserve tecniche	8.309,5	8.727,3	8.718,7
<i>Variazione % ⁽²⁾</i>	-4,8	0,1	1,2
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>	7,2	-30,7	-28,6
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 sua società controllata 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 (pari al 10,6% del totale);
- quote di fondi comuni di investimento per Euro 539,4 milioni (pari al 6,3%);
- beni immobili per Euro 461 milioni (pari al 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, tra cui i seguenti:

- (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 2013 - 2015 dell'Incorporante *post* Fusione 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

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

In relazione alla fusione, UGF predisporrà un documento informativo ai sensi degli artt. 5 e seguenti del Regolamento Parti Correlate e della Procedura per l'effettuazione di Operazioni con Parti Correlate di UGF (di seguito, la "**Procedura**").

Tale documento verrà predisposto da UGF su base volontaria, in quanto, vedendo coinvolte società controllate da UGF, l'Operazione potrebbe essere considerata esente ai sensi e per gli effetti della Procedura e del Regolamento Parti Correlate.

A tale determinazione UGF è addivenuta in considerazione della significatività e dell'importanza strategica dell'Operazione, assumendo di conseguenza un atteggiamento di massima trasparenza nei confronti del mercato.

Si segnala inoltre che poiché la fusione costituisce operazione "significativa" ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, le società quotate partecipanti alla fusione redigeranno, nei termini e nelle forme previste dalla normativa vigente, il Documento Informativo 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.

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 degli artt. 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, il Prof. Mario Cattaneo 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, Gualtieri e Associati e, come *advisor* del comitato di amministratori indipendenti di UGF, J.P. Morgan; e (iv) per Milano Assicurazioni, il Prof. Angelo Provasoli e Rothschild (quest'ultima 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).

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 esercenti 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 del 20 dicembre 2012, i consigli di amministrazione delle società partecipanti alla fusione, dopo aver esaminato le relazioni dei rispettivi *advisors* finanziari sopra indicati – che per Unipol Assicurazioni sono Lazard e Gualtieri e Associati (di seguito, congiuntamente, gli “**Advisor Finanziari di Unipol**”) – e con il supporto e le indicazioni di questi ultimi, preso atto del motivato parere favorevole (per quanto concerne Fonsai, Milano Assicurazioni e Premafin) dei rispettivi comitati parti correlate, 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, i consigli di amministrazione – dopo aver considerato le analisi dei propri *advisor* – hanno 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 al concambio tra le azioni di risparmio Milano Assicurazioni e le 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 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 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 diversi da PREMAFIN: 27,45%;
- Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI diversi da FONSAI: 10,70%;
- Altri azionisti PREMAFIN diversi da UGF: 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 ordinario di Euro 150 milioni in considerazione dei risultati economici 2012, nonché inoltre degli ulteriori elementi indicati nei successivi paragrafi 5.2, 5.3. e 5.4.

Alla luce di tali attività valutative, si è addivenuti alla determinazione dei rapporti di cambio indicati nel Progetto di Fusione e nel presente paragrafo 5.1, in dipendenza dei quali le percentuali di partecipazione nel capitale ordinario dell’Incorporante *post* Fusione sono quelle 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%

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

Il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni ha preso atto e fatto proprie le metodologie di valutazione utilizzate dagli Advisor Finanziari di Unipol ai fini della determinazione dei rapporti di cambio, metodologie che di seguito vengono illustrate.

Il presupposto fondamentale delle valutazioni effettuate nell'ambito di una fusione è l'individuazione di valori economici confrontabili, funzionali alla determinazione del rapporto di cambio. A questi fini l'omogeneità e la comparabilità dei metodi di stima adottati costituiscono gli elementi principali per la determinazione dei metodi di valutazione da adottare. Le metodologie prescelte non vanno analizzate singolarmente ma vanno considerate come parte di un unico processo di valutazione. Le valutazioni sono state effettuate con il fine di esprimere una stima comparativa del valore delle società partecipanti alla fusione; vanno pertanto unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla fusione e non si riferiscono in alcun modo a valori assoluti

(*) 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. L'indicazione della partecipazione rilevante detenuta direttamente e indirettamente da UGF nel capitale sociale (ordinario e complessivo) dell'Incorporante *post* fusione è contenuta nelle tabelle indicate nel successivo paragrafo 9.1.

(*) 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. L'indicazione della partecipazione rilevante detenuta direttamente e indirettamente da UGF nel capitale sociale (ordinario e complessivo) dell'Incorporante *post* fusione è contenuta nelle tabelle indicate nel successivo paragrafo 9.1.

di qualsiasi delle società partecipanti né possono essere considerati rappresentative dei prezzi di mercato attuali o stimati.

Nel caso di specie, si è proceduto all'applicazione di metodologie di stima normalmente utilizzate nella miglior prassi valutativa italiana e internazionale tenuto conto delle specificità operative e di *business* proprie delle compagnie assicurative coinvolte nell'operazione, e tenendo altresì in considerazione le finalità delle analisi e i valori fondamentali di Unipol Assicurazioni e delle altre società partecipanti all'operazione. Inoltre si sono considerate le proiezioni economiche-finanziarie contenute nei piani industriali 2013 - 2015 delle società partecipanti all'operazione consolidati (per Fonsai e Milano Assicurazioni) e individuali (per Unipol Assicurazioni e Premafin, inclusive di quelle relative a Finadin) e le informazioni rese disponibili da ciascuna società partecipante alla fusione.

Le valutazioni delle società partecipanti alla fusione sono state effettuate in un'ottica *stand-alone*, senza quindi tener conto delle potenziali sinergie derivanti della fusione.

Per la determinazione del valore di riferimento di Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni, il consiglio di amministrazione di Unipol Assicurazioni ha preso a riferimento le metodologie utilizzate dagli Advisor Finanziari di Unipol, e segnatamente: l'Appraisal Value/Somma delle Parti, il Dividend Discount Model ("DDM") e il metodo dei Multipli di Mercato. In aggiunta ai predetti metodi valutativi Gualtieri e Associati ha utilizzato anche il metodo della Retta di Regressione (Value Map).

Per quanto riguarda Premafin, in quanto *holding* di partecipazioni finanziarie, la valutazione è stata effettuata utilizzando un metodo patrimoniale semplice (NAV) determinando il valore di Fonsai in "trasparenza" mediante l'applicazione delle diverse metodologie sopra indicate.

Non sono stati presi a riferimento delle valutazioni i prezzi di Borsa non essendo Unipol Assicurazioni una società quotata e data l'elevata volatilità nonché la limitata liquidità e copertura da parte degli analisti finanziari dei titoli di alcune delle società partecipanti alla fusione.

La data di riferimento delle valutazioni è il 30 settembre 2012.

Si è tenuto conto che, prima della data di efficacia civilistica della fusione, (*i*) venga completato l'aumento di capitale di Unipol Assicurazioni di Euro 600 milioni descritto in

premessa, e (ii) Unipol Assicurazioni distribuisca un dividendo ordinario riferibile all'esercizio 2012 a favore di UGF pari a complessivi Euro 150 milioni.

Si è tenuto altresì conto dell'esistenza dell'Opzione Unipol Banca, come descritta nelle Premesse.

In considerazione delle modalità e dei tempi previsti per l'esercizio del diritto di recesso, e non essendo possibile quantificarne gli impatti futuri, non si è tenuto conto degli eventuali recessi che dovessero essere esercitati da parte degli azionisti di Premafin e/o degli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che non abbiano concorso nelle deliberazioni rilevanti.

Non è stata altresì considerata la Dismissione (come descritta in premessa) – di cui è previsto il perfezionamento successivamente alla data di efficacia civilistica della Fusione – perché ad oggi non esistono stime dei valori conseguibili da essa.

Ai fini della ripartizione del valore di Fonsai e di Milano Assicurazioni tra azioni ordinarie e azioni di risparmio si è fatto riferimento – in coerenza con la miglior prassi valutativa – al calcolo del numero delle azioni ordinarie equivalenti determinato sulla base dello scarto di quotazione (premio o sconto) tra le azioni di risparmio e le corrispondenti azioni ordinarie riscontrato sul mercato borsistico sulla base dei prezzi ufficiali medi ponderati di Borsa a far data dal 6 agosto 2012 (primo giorno di quotazione delle azioni di risparmio di categoria "B" Fonsai) fino al 14 dicembre 2012.

Descrizione e applicazione dei metodi valutativi utilizzati

Metodo dell'Appraisal Value/Somma delle Parti.

Questo metodo, tra i più utilizzati per le valutazioni delle compagnie di assicurazioni, consiste nel calcolo dell'Appraisal Value ("W") definito come somma (i) dell'Embedded Value ("EV"), (ii) del *goodwill* che deriva dalla capacità dell'azienda di acquisire nuovi contratti sul *business* Vita ("VNB"), e (iii) del Goodwill Danni .

Dove:

$EV = \text{Adjusted Net Asset Value (ANAV)} + \text{Value of In-Force (VIF)}$

ANAV = patrimonio netto contabile IFRS rettificato in funzione del valore degli attivi immateriali, dei costi di acquisizione differiti, delle differenze tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e i corrispondenti valori iscritti in bilancio, con esclusione delle

componenti già considerate nella determinazione del VIF, al netto dei relativi effetti fiscali

VIF = valore intrinseco del portafoglio Vita, stimato sulla base del valore attuariale degli utili futuri del portafoglio Vita in essere alla data della valutazione

VNB = valore della nuova produzione Vita (Value of New Business)

Goodwill Danni: avviamento attribuibile al *business* Danni

Il VIF è stato rettificato per tenere conto del livello *target* del margine di solvibilità ipotizzato per il ramo Vita basandosi su valori determinati dai due Advisor Finanziari di Unipol che si sono posizionati al 130% e al 140%.

Il valore della nuova produzione Vita (VNB) è stato determinato tramite moltiplicatori teorici stimati sulla base del costo del capitale e delle attese di crescita da applicarsi al valore della nuova produzione Vita relativo ai dodici mesi precedenti il 30 settembre 2012 per Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni.

Il Goodwill Danni è stato stimato con il metodo Dividend Discount Model (si rinvia alla sezione successiva per una descrizione della metodologia) sulla base dei piani industriali delle tre società relativi al ramo Danni e assumendo un livello di margine di solvibilità *target* per il ramo Danni prendendo a riferimento le ipotesi degli Advisor Finanziari di Unipol che si sono posizionati al 140% e al 160%.

I flussi di dividendo sono stati attualizzati utilizzando un *cost of equity* compreso tra il 12% e il 12,50% determinato, come è prassi, applicando la metodologia del Capital Asset Pricing Model (CAPM) sulla base della seguente formula:

$$(K_e) = \text{tasso } risk\ free + \text{beta} * \text{premio per il rischio}$$

dove il tasso *risk free* adottato fa riferimento al BTP decennale della Repubblica italiana, il beta è il fattore di correlazione tra rendimento di un'azione e rendimento del mercato di riferimento ed infine il premio per il rischio indica l'*extra*-rendimento richiesto dal mercato azionario rispetto al tasso *risk free*.

È stato utilizzato un tasso di crescita perpetua (g) in un *range* 1.0/1.5 nel calcolo del Terminal Value.

Ai fini della stima del Terminal Value il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano è stato rettificato (i) per rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, (ii) in modo da tener conto di un parziale allineamento del rendimento

finanziario relativo al ramo Danni, e (iii) per tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche avendo riguardo della sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Gualtieri e Associati ha peraltro stimato separatamente il valore del *business* Vita mediante il metodo dell'Appraisal Value, il valore del *business* Danni mediante il metodo del Dividend Discount Model (DDM) e per Fonsai e Milano Assicurazioni anche il valore dell'area del *business* immobiliare delle altre attività diversificate.

Metodo dei flussi di dividendo attualizzati (Dividend Discount Model o DDM).

Il Dividend Discount Model è un metodo analitico che si fonda sul principio che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che essa corrisponderà agli azionisti. Nella sua variante “*excess capital*”, ritenuta la più adeguata in considerazione delle caratteristiche delle società cui tale metodologia è applicata, il DDM determina il valore economico 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 di patrimonializzazione, e (ii) del valore attuale del Terminal Value, calcolato assumendo una crescita perpetua costante dei flussi di dividendo oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica.

L'applicazione del DDM in versione “*excess capital*” si articola nelle seguenti fasi:

- previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;
- determinazione del tasso di attualizzazione (*cost of equity*) e del tasso di crescita perpetua (g) nel calcolo del Terminal Value.

Per la stima dei dividendi potenzialmente distribuibili, prendendo a riferimento le ipotesi formulate dagli Advisor Finanziari di Unipol, sono state considerate soluzioni che in un caso prevedono un margine di solvibilità *target* del 140% e, nell'altro caso, prevedono un margine di solvibilità *target* differenziato per il ramo Vita (130%) e per il ramo Danni (160%). I flussi di dividendi sono stati attualizzati utilizzando un *cost of equity* tra il 12% e il 12,50% e un tasso di crescita perpetua (g) in un *range* 1.0/1.5%.

Ai fini della stima del Terminal Value il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun piano è stato rettificato (i) per rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, (ii) in modo da tener conto di un parziale allineamento del rendimento

finanziario relativo al ramo Danni, e (iii) per tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche avendo riguardo della sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Metodologia dei Multipli di Mercato.

Il metodo dei multipli di mercato stima il valore economico di una società sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di imprese comparabili, tramite il calcolo di rapporti (multipli) tra il prezzo di mercato e alcune metriche economico-finanziarie rilevanti. L'applicazione di tali multipli alle medesime grandezze delle società oggetto di valutazione consente di giungere a determinare il valore economico delle stesse.

L'applicazione di tale criterio prevede:

- A) la definizione di un campione di compagnie assicurative di riferimento ritenute ragionevolmente comparabili, che nel caso di specie comprende: Allianz, AXA, Zurich, Generali, Aviva, Baloise, Helvetia. In aggiunta Gualtieri e Associati ha incluso nel campione anche le società Mapfre, Sampo e Catalana;
- B) la stima del relativo multiplo P/E per ogni compagnia selezionata sulla base delle previsioni di utile netto relative agli anni 2013, 2014 e 2015 secondo le stime degli analisti finanziari e considerando i prezzi di Borsa al 14 dicembre 2012 nonché una media dei prezzi di Borsa degli ultimi sei mesi;
- C) l'applicazione dei multipli P/E così determinati agli utili netti attesi di Unipol Assicurazioni, Fonsai e Milano Assicurazioni desunti dai piani industriali predisposti dalle società cui tale metodologia è applicata, normalizzati per tenere conto di alcune componenti non ricorrenti.

In particolare, si è fatto riferimento alle risultanze degli Advisor Finanziari di Unipol, che hanno preso in considerazione in un caso i risultati derivanti dall'applicazione del multiplo relativo all'anno 2014, e nell'altro caso i risultati derivanti dall'applicazione del multiplo relativo agli anni 2014 - 2015.

Metodo della Retta di Regressione (Value Map).

Il metodo della *Value Map* determina il valore della società analizzando la relazione matematica esistente tra la redditività e la dotazione patrimoniale di una società, tale relazione è stimata con l'utilizzo della regressione statistica lineare.

In particolare, il processo di valutazione prevede i seguenti passaggi:

- si individua un campione di società quotate comparabili per attività e modello di *business* a quella da valutare. Per tale metodologia, utilizzata da Gualtieri e Associati, quest'ultimo ha fatto riferimento allo stesso campione individuato per la metodologia dei multipli di mercato;
- per ciascuna delle società appartenenti al campione e per la società oggetto di valutazione si rilevano il prezzo di borsa e le grandezze rispetto alle quali si vuole condurre l'analisi;
- si effettua la regressione statistica lineare tra le grandezze considerate per l'intero campione selezionato, assumendo che la relazione funzionale tra le variabili sia la seguente:

$$m = a + b * r$$

dove "m" è il multiplo prescelto (dato dal rapporto tra il prezzo di mercato P e la grandezza economica o patrimoniale selezionata, "d"), "r" è l'indicatore di redditività selezionato, "a" e "b" sono rispettivamente l'intercetta e la pendenza della retta di regressione;

- si verifica la significatività statistica dei risultati ottenuti;
- si stima il valore della società sulla base del suo r, del suo d e dei parametri, "a" e "b", stimati dalla regressione.

Il metodo Value Map è stato applicato regredendo (con una regressione statistica lineare) il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (Price/Tangible Equity o P/TE) e la redditività dell'anzidetto patrimonio, espressa dall'indicatore ROATE (Return on Average Tangible Equity), delle società comparabili.

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

In particolare la regressione è stata calcolata tra:

Media ad un mese del prezzo di borsa / TE riferito all'anno n

e

Utili netti rettificati dell'anno n / media del TE tra (n-1) e n

5.3 Elementi intervenuti successivamente allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione che sono stati tenuti in considerazione ai fini delle valutazioni.

In sede di determinazione dei rapporti di cambio si è tenuto conto di molteplici elementi e aggiornamenti rispetto alle informazioni disponibili alla data dello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione. Si sintetizzano di seguito i principali elementi successivi allo Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione che sono stati tenuti in considerazione, oltre a quanto rappresentato precedentemente, ai fini delle valutazioni:

- 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 (mentre nello Scambio di Corrispondenza sui Valori Essenziali della Fusione si faceva riferimento a risultanze al 31 dicembre 2011, eventualmente integrate per tenere conto dell'evoluzione del contesto del mercato fino a marzo 2012);
- 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;
- distribuzione da parte di Unipol Assicurazioni prima del completamento della fusione di un dividendo ordinario riferibile all'esercizio 2012 pari a Euro 150 milioni.

5.4 Sintesi delle principali difficoltà di valutazione

Le principali difficoltà incontrate nelle analisi valutative svolte sono le seguenti:

- (1) utilizzo del bilancio consolidato quale riferimento principale per la determinazione del patrimonio netto rettificato e dei flussi di risultato attesi.
L'impiego del bilancio consolidato, resosi necessario per l'ampia articolazione dei gruppi di cui fanno parte le società coinvolte nella fusione, genera alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi in ragione della presenza di quote di minoranza;

- (2) incompletezza dei dati divisionali per aree di business. L'applicazione del metodo *sum of parts* ha richiesto l'utilizzo di dati economici e patrimoniali relativi alle singole aree di *business* in cui operano le società coinvolte nella fusione, rendendo complessa l'allocazione delle voci alle singole *business unit*;
- (3) utilizzo di dati previsionali. L'applicazione delle diverse tecniche di valutazione ha reso necessario utilizzare i dati di natura previsionale contenuti nei piani industriali 2013 - 2015 delle società coinvolte nella fusione e quindi tener conto dei profili di incertezza che tali dati per loro natura contengono;
- (4) omogeneizzazioni. L'applicazione delle diverse metodologie di valutazione ha reso necessario in taluni casi rendere omogenei tra le compagnie di assicurazione coinvolte nella fusione i dati di input utilizzati nei processi di stima;
- (5) esistenza di azioni ordinarie e di risparmio. Il calcolo del valore unitario delle azioni in presenza di diverse categorie richiede di ripartire il valore del capitale azionario di ciascuna società sulla base di un criterio convenzionale che, secondo prassi, si fonda sul rapporto tra i prezzi di borsa delle azioni di diverse categorie osservati in un periodo assunto come rilevante;
- (6) patrimonio immobiliare. Ai fini dell'analisi la valorizzazione del patrimonio immobiliare si è basata sui dati di bilancio *infra*-annuali al 30 settembre 2012 e sulle perizie effettuate per conto delle società ai fini della predisposizione dei bilanci relativi al 2011.

* * * * *

Per l'indicazione dei *range* derivanti dall'applicazione dei metodi valutativi sopra riportati, con riferimento a ciascuno Advisor Finanziari di Unipol, nonché con riferimento ad ogni altra informazione utile, si rimanda alle relazioni di *fairness* allegata 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 953.894.503,64. (¹)

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

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.

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

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.

effetti civilistici *ex art. 2504-bis* cod. civ. Dalla data di efficacia contabile decorreranno anche gli effetti fiscali.

Anche ai 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 SOCIETA' PARTECIPANTI ALLA FUSIONE

Ai fini delle imposte sui redditi, la fusione, ai sensi dell'articolo 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 comma 10-*bis* dell'art. 172 e del comma 2-*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, le "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, comma 2-*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%

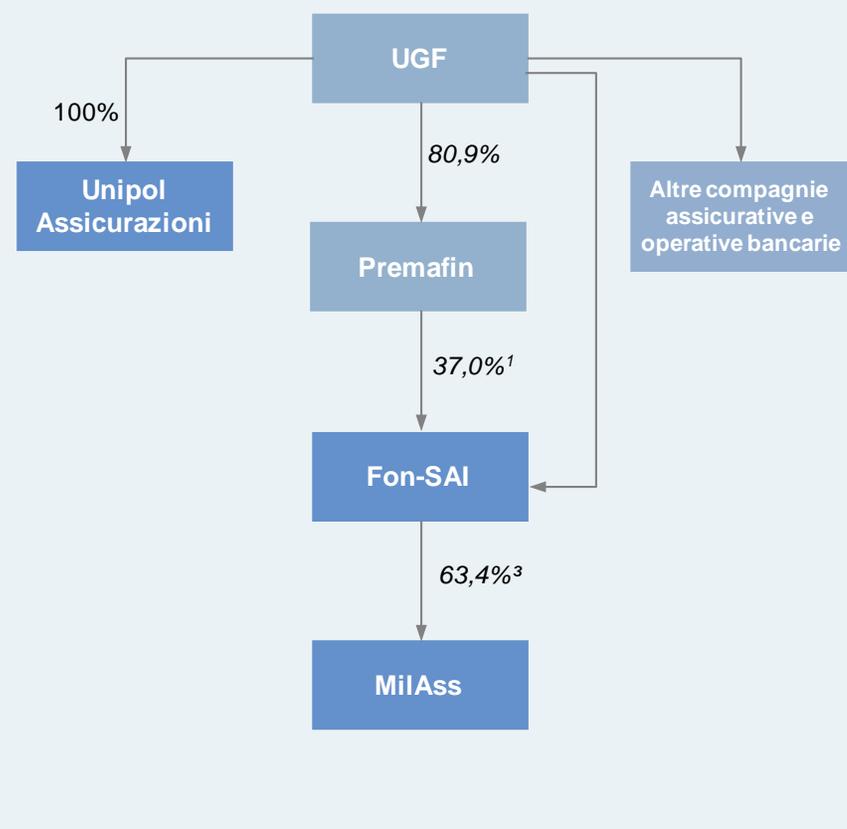
Alla data della presente relazione, gli azionisti che detengono azioni con diritto di voto in misura superiore al 2% di Milano Assicurazioni (come comunicato ai sensi dell'art. 120 del TUF e risultante dal sito della Consob) sono:

Azionista	Percentuale
Fonsai (controllata indirettamente da UGF)	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:

Struttura antecedente alla Fusione

% Partecipazioni al capitale ordinario



- 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	Percentuale sul capitale ordinario	Percentuale sul capitale complessivo
UGF	63,00% (*)	63,09% (*)

Altri azionisti ex-PREMAFIN	0,85%	0,73%
Altri azionisti MILANO ASSICURAZIONI	10,69%	11,26%
Altri azionisti FONSAI	25,46%	24,92%

(*) 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 della presente relazione (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.

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%

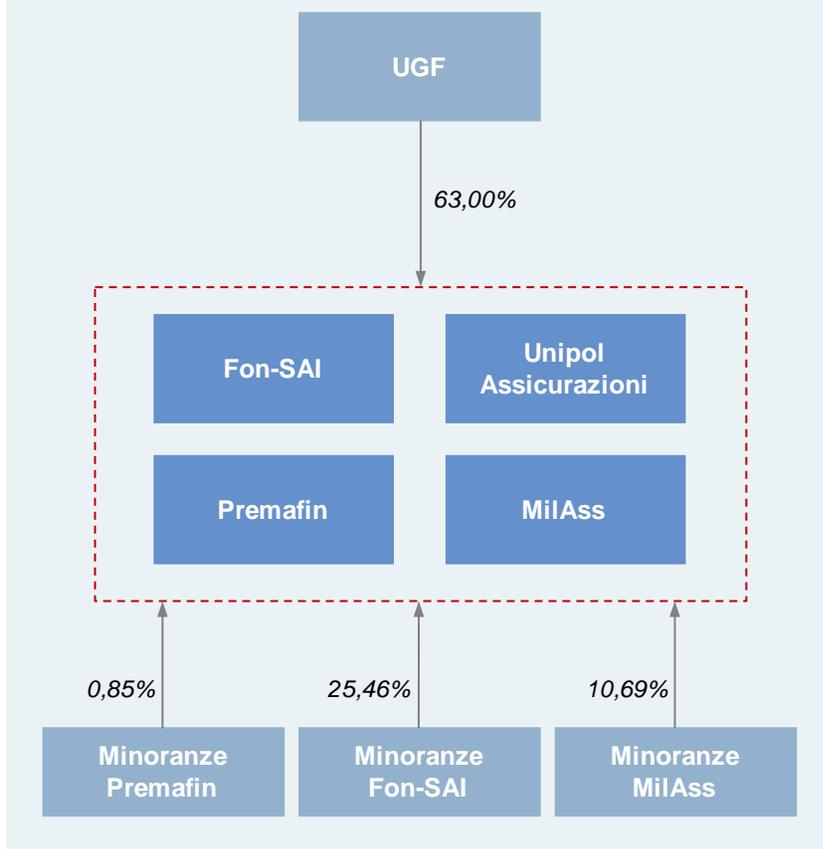
(*) vedi nota precedente

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 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:

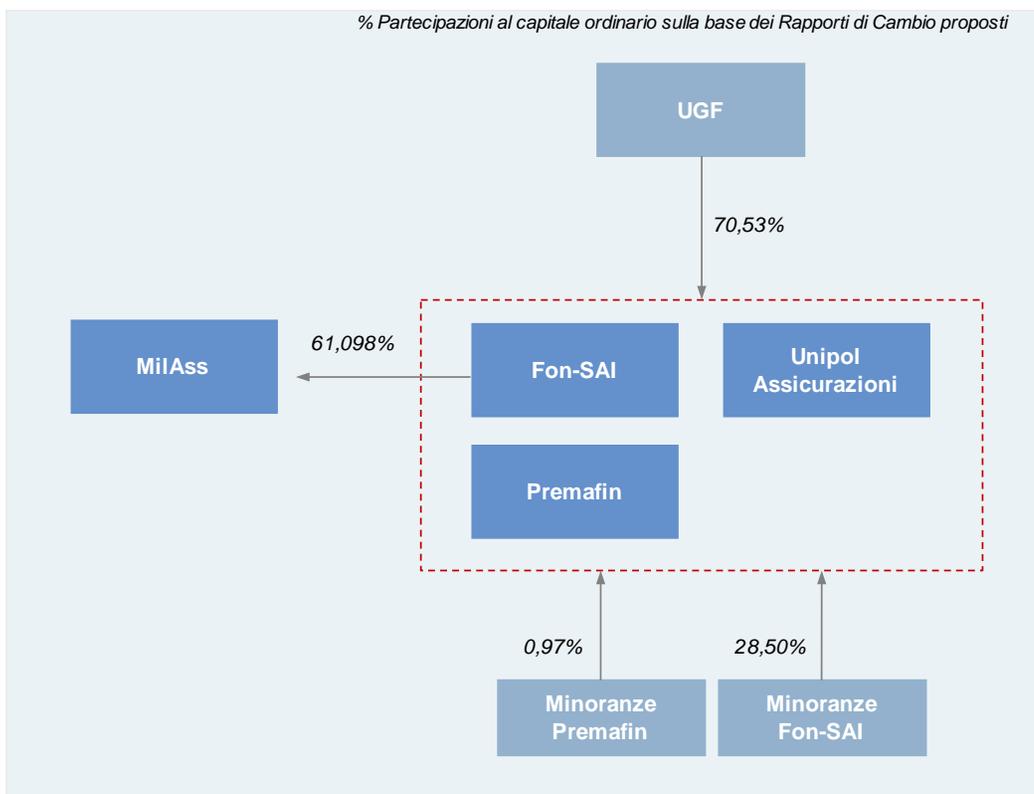
Struttura dopo la Fusione

% Partecipazioni al capitale ordinario sulla base dei Rapporti di Cambio proposti



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’offerta pubblica d’acquisto obbligatoria delle varie fasi dell’operazione di integrazione con il Gruppo Premafin/Fondiarria-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, come detto 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 Fusione ⁽²⁾.

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

² V. nota 1.

rapporti di cambio e delle modalità di assegnazione delle azioni di cui ai punti 3 e 4 del Progetto di Fusione (³).

Lo statuto dell'Incorporante che entrerà in vigore alla data di efficacia civilistica della fusione conterrà una serie di ulteriori modifiche all'attuale statuto 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; e
- (cc) nell'introduzione nell'art. 6 (“Misura del capitale”) – come rinumerato a seguito dell'introduzione di cui al precedente alinea (bb) – della 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;
- (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

³ 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.

- 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* 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, 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 richiama quanto previsto dagli Accordi Integrativi e debitamente comunicati al mercato, secondo cui il diritto di recesso non spetta agli *ex*-azionisti di riferimento di Premafin.

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. (di seguito, 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 inopiate 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. (di seguito, 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 inoplate 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) *Fairness opinion* rilasciata dall'*advisor* finanziario Lazard & Co. S.r.l.;
- (C) *Fairness opinion* rilasciata dall'*advisor* finanziario Gualtieri e Associati.

* * * *

Per il Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni S.p.A.

Il Presidente

Dott. Vanes Galanti

Confidenziale

Unipol Assicurazioni
Via Stalingrado 37
40128 Bologna, Italia

CAP.SOC. € 15.000.000 I.V.
Codice Fiscale e Numero Iscrizione
al Registro delle Imprese di Milano 13233960155
R.E.A.N. 1630616
P.IVA 13233960155

TELEFONO +39 02 72312.1
FAX +39 02 72312511

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

Milano, 20 dicembre 2012

Egregi componenti del Consiglio di Amministrazione,

siamo stati informati che in data 20 dicembre 2012 è stato convocato un Consiglio di Amministrazione di Unipol Assicurazioni S.p.A. ("Unipol") per deliberare in merito all'approvazione del progetto di fusione (il "Progetto di Fusione") sulla base del quale Unipol e Premafin Finanziaria Società per Azioni – Holding di Partecipazioni S.p.A. ("Premafin") e Milano Assicurazioni S.p.A. ("Milano Assicurazioni") si fonderanno per incorporazione in Fondiaria-SAI S.p.A. ("FonSAI"). Siamo stati, inoltre, informati che la partecipazione di Milano Assicurazioni alla suddetta fusione sarà subordinata all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio della stessa Milano Assicurazioni. Di seguito Unipol, Premafin, Milano Assicurazioni e FonSAI saranno definite come le "Società" e la menzionata fusione l'"Operazione" o la "Fusione", e la società risultante dalla Fusione sarà indicata come "Nuova FonSAI". Per quanto occorrer possa, si ricorda che, alla data odierna, tutte le azioni ordinarie di Unipol sono detenute da Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("UGF").

Secondo le informazioni a noi fornite, è previsto che i rapporti di cambio negoziati dalle Società nel contesto dell'Operazione siano i seguenti:

- numero 1,497 azioni ordinarie di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione ordinaria di Unipol;
- numero 0,050 azioni ordinarie di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione ordinaria di Premafin; e, nel caso in cui Milano Assicurazioni sia parte della Fusione;
- numero 0,339 azioni ordinarie di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione ordinaria di Milano Assicurazioni; e
- numero 0,549 azioni di risparmio di categoria B di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione di risparmio di Milano Assicurazioni.

Rispetto al rapporto di cambio previsto per gli azionisti di Unipol nel contesto dell'Operazione, in virtù del quale ciascun titolare di azioni ordinarie di Unipol avrà diritto a ricevere numero 1,497 azioni ordinarie di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione ordinaria di Unipol (il "Rapporto di Cambio"), avete richiesto a Lazard & Co. S.r.l. ("Lazard") di esprimere un parere in merito alla congruità dello stesso Rapporto di Cambio, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di Unipol.

In relazione al presente parere abbiamo:

- (i) preso visione di una bozza del Progetto di Fusione datata 19 dicembre 2012, dell'accordo stipulato in data 29 gennaio 2012 fra UGF e Premafin integrato con accordi raggiunti per scambio di corrispondenza tra le parti e resi pubblici

nell'ambito dell'Operazione, nonché di altre informazioni rese pubblicamente disponibili dalle Società relative, direttamente o indirettamente, all'Operazione;

- (ii) preso visione di una bozza della relazione degli amministratori di Unipol datata 19 dicembre 2012, redatta ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* del codice civile e ai sensi dell'art. 70, comma 2, del regolamento approvato con deliberazione Consob n. 11971/1999 (la "Relazione degli Amministratori");
- (iii) preso visione dei bilanci individuali e/o consolidati relativi all'esercizio 2011, soggetti a revisione, nonché dei resoconti intermedi di gestione al 30 settembre 2012, non soggetti a revisione, delle Società nonché delle situazioni patrimoniali su base individuale di Premafin e di Finadin S.p.A. – Finanziaria di Investimenti al 30 settembre 2012, non soggette a revisione;
- (iv) preso visione di alcune informazioni contabili predisposte dal *management* delle Società e a noi fornite, non soggette a revisione, ed alcune informazioni attuariali e analisi riferite, ad esempio, alla stima degli utili normalizzati, del cosiddetto *Adjusted Net Asset Value* ("ANAV") e del cosiddetto *Value of In-Force* ("VIF") al 30 settembre 2012, e del cosiddetto *Value of New Business* ("VNB") per i dodici mesi precedenti a tale data con riferimento, a Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni;
- (v) preso visione delle previsioni finanziarie 2013-2015 delle Società, ivi incluso il *forecast* 2012, non soggette a revisione, predisposte su base *stand-alone* (ossia non tenendo in considerazione la prospettata Fusione) dai rispettivi *management* con il supporto dell'*advisor* industriale congiunto e approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione, nonché i relativi aggiornamenti successivi (i "Business Plan");
- (vi) tenuto incontri di confronto con alcuni membri del *senior management* delle Società in merito alle attività e alle prospettive delle Società stesse;
- (vii) rivisto, ove applicabile, le informazioni pubblicamente disponibili con riferimento a società operanti in settori che consideriamo essere in generale comparabili con quelli nei quali le Società svolgono le proprie attività;
- (viii) rivisto i prezzi storici delle azioni e i volumi degli scambi di ciascuna classe di azioni delle Società quotate; e
- (ix) preso visione di altri documenti e informazioni predisposti dal *management* delle Società, nonché condotto le altre analisi che abbiamo considerato appropriate avuto riguardo alla prassi valutativa in operazioni simili e/o comparabili all'Operazione.

Nella predisposizione del presente parere, abbiamo ipotizzato e fatto affidamento, senza effettuare una verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le suddette informazioni, ivi comprese, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, tutte le informazioni e le relazioni finanziarie e le altre informazioni e relazioni forniteci, tutte le dichiarazioni rese dalle Società e in particolare dal *management* di Unipol. Abbiamo inoltre fatto affidamento sulle dichiarazioni a noi rese da parte del *management* di Unipol di non essere a conoscenza di informazioni rilevanti che siano state omesse o che comunque non ci siano state fornite. Non abbiamo condotto alcuna ricerca o valutazione indipendente di tali informazioni, relazioni o dichiarazioni, né abbiamo valutato la solvibilità o il *fair value* delle Società in base alle disposizioni applicabili in tema di fallimento, insolvenza o similari.

Non abbiamo fornito, ottenuto o esaminato alcun parere specialistico, incluso, a titolo meramente esemplificativo, di carattere legale, contabile, attuariale, ambientale, informatico o fiscale; pertanto, il nostro parere non tiene conto delle possibili implicazioni connesse a qualunque aspetto specialistico di questo tipo. L'incarico assegnato a Lazard non ha comportato lo svolgimento di alcuna attività di *due diligence* né di revisione contabile sui bilanci delle Società.

Il Rapporto di Cambio che sarà determinato dal Consiglio di Amministrazione di Unipol sarà oggetto di una relazione di congruità dell'esperto nominato dal Presidente del Tribunale di Torino, ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* c.c. Le metodologie e i criteri da noi utilizzati potrebbero differire, in tutto o in parte, rispetto alle metodologie e ai criteri che potranno essere utilizzati dall'esperto indipendente nominato ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* c.c. e potranno quindi differire dai relativi risultati.

Ai fini del presente parere, abbiamo assunto che la valutazione delle attività (ivi inclusi, *inter alia*, il portafoglio di strumenti finanziari, le proprietà immobiliari, i crediti e le partecipazioni) e delle passività (ivi inclusi, *inter alia*, le riserve vita e danni così come gli accantonamenti) delle Società, nonché che le previsioni di utili predisposte dal *management* delle Società siano congrue e ragionevoli. Non abbiamo sottoposto a valutazione indipendente le attività e passività di alcuna delle Società, ivi inclusa la *solvency*, le riserve, i dati attuariali o gli immobili.

Con riferimento alle previsioni e proiezioni finanziarie forniteci (ivi inclusi i Business Plan), abbiamo assunto che siano state prudentemente predisposte sulla base di assunzioni ragionevoli e realistiche e che riflettano le migliori stime e giudizi attualmente disponibili al *management* di ciascuna Società concernenti i risultati attesi delle attività e della situazione finanziaria a cui fanno riferimento le suddette previsioni e proiezioni. Non esprimiamo alcun giudizio con riferimento a tali previsioni e proiezioni o ad altre informazioni e dati riportati nei Business Plan, né sulle assunzioni su cui essi sono basati.

Il nostro parere si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato, regolamentari e di altra natura attualmente esistenti e sulle informazioni disponibili alla data odierna. Inoltre, le Società sono state considerate in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti nella direzione e gestione operativa. Ai fini del presente parere non si è tenuto conto della possibilità di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibili relativi alle Società, nonché dei rischi ai quali le Società potrebbero essere esposte e connessi, ad esempio, a procedimenti legali da parte di qualsiasi soggetto, autorizzazioni da parte delle autorità competenti, aspetti contabili o fiscali o legati a tematiche attuariali o immobiliari. Inoltre, modifiche ai settori dei servizi finanziari o assicurativi e alle leggi e regolamenti applicabili a tali settori potrebbero avere un impatto sulle previsioni finanziarie delle Società. Eventi che abbiano luogo successivamente alla data odierna potrebbero avere un impatto sul presente parere e sulle assunzioni utilizzate nella sua predisposizione, e noi non assumiamo alcuna obbligazione di aggiornare, rivedere o confermare il presente parere anche in ragione di tali possibili eventi. Inoltre, l'attuale volatilità dei mercati creditizi e finanziari potrebbe avere un impatto sulle Società e sui connessi prezzi delle azioni, e non esprimiamo alcuna valutazione con riferimento agli effetti di tale volatilità sulle Società. Lazard non esprime alcuna opinione sul prezzo a cui le azioni delle Società possano essere negoziate oggi o in futuro, o sul prezzo delle azioni della Nuova FonSAI all'esito della Fusione.

Inoltre, assumiamo che: (i) ciascun Consiglio di Amministrazione delle Società, in base al proprio autonomo giudizio e usando la propria discrezione, valuterà e approverà l'Operazione sulla base del Progetto di Fusione, e che le relative relazioni e la connessa documentazione conterranno gli usuali termini e condizioni nonché le valutazioni ottenute da esperti indipendenti, il tutto in conformità alle applicabili disposizioni di legge e regolamentari italiane e straniere; (ii) la Fusione avrà luogo ai termini e alle condizioni descritte nel Progetto di Fusione e nella connessa documentazione; e (iii) tutte le autorizzazioni amministrative, regolamentari o di altra natura richieste in relazione alla Fusione saranno ottenute senza riduzione dei benefici connessi all'Operazione per le Società e per i loro azionisti, o senza effetti negativi sulle Società e/o sull'Operazione.

Informiamo che Lazard agisce in qualità di consulente finanziario di Unipol in relazione all'Operazione e riceverà per i servizi resi un corrispettivo, di cui parte sarà dovuta a seguito dell'approvazione del Progetto di Fusione da parte del Consiglio di Amministrazione di Unipol e parte sarà dovuta a seguito dell'approvazione dell'Operazione da parte dell'Assemblea Straordinaria di Unipol. Lazard agisce, inoltre, in qualità di consulente finanziario di UGF, azionista unico di Unipol, in relazione all'Operazione (attività per la quale ha ricevuto il pagamento di un corrispettivo), e ha fornito in passato servizi di consulenza finanziaria a FonSAI per i quali sono state corrisposte le usuali commissioni. In aggiunta, Lazard è stata incaricata in qualità di *advisor* finanziario per le banche creditrici di Sinergia Holding di Partecipazioni S.p.A. ("Sinergia"), *holding* della famiglia Ligresti, e della sua controllata Immobiliare Costruzioni Im.co. S.p.A. ("ImCo"), attività per la quale potrebbe ricevere le usuali commissioni. In data 13 giugno 2012, Sinergia e ImCo sono state dichiarate fallite dal Tribunale di Milano; FonSAI, Premafin e Milano Assicurazioni sono creditrici di Sinergia e di alcune delle sue società controllate. Inoltre, alcune società appartenenti al Gruppo Lazard potranno negoziare azioni e altri titoli delle Società per proprio conto e per conto dei propri clienti. Vi segnaliamo che non ci è stato invece richiesto di partecipare e non abbiamo partecipato alla negoziazione o alla definizione della struttura dell'operazione di cui la Fusione è parte, né abbiamo partecipato alle discussioni intercorse tra UGF e Premafin o alla determinazione degli importi degli aumenti di capitale realizzati da FonSAI o UGF né, in alcun modo, alla predisposizione di dati attuariali, contabili, previsionali o di altro tipo per le Società.

Il presente parere è fornito a beneficio e ad uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Unipol in relazione alla, e ai fini della sua valutazione, a suo esclusivo autonomo giudizio, del Rapporto di Cambio, e in quanto tale di esso non potrà essere fatto alcun uso ad alcun fine diverso rispetto a quello per cui è reso. Il presente parere non è emesso per conto di, e non conferirà diritti o rimedi, agli azionisti di Unipol, o delle altre Società o a qualunque altro soggetto, e i predetti soggetti non potranno farvi affidamento. La decisione se procedere o meno con la Fusione sarà in ogni caso di responsabilità esclusiva del Consiglio di Amministrazione di Unipol, dei soci di Unipol e delle Società, ciascuno per quanto di rispettiva competenza, i quali dovranno effettuare la propria valutazione indipendente della Fusione. Il presente parere si esprime unicamente riguardo alla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio e non è finalizzato ad esprimere alcuna opinione relativamente al valore strategico o imprenditoriale dell'Operazione, né riguarda alcun altro aspetto o implicazione dell'Operazione. Lazard non esprime in particolare alcun parere in relazione alla decisione del Consiglio di Amministrazione di Unipol di perseguire (o non perseguire) la Fusione, né al merito dell'Operazione se comparata a operazioni o strategie alternative che possano essere a disposizione di Unipol, UGF, delle Società e/o dei relativi soci. Il presente parere non costituisce né dovrà essere considerato come una raccomandazione al Consiglio di Amministrazione di Unipol, ai soci di Unipol, o a qualunque altro soggetto in relazione alla decisione se approvare o meno la Fusione.

Il presente parere ha natura riservata e confidenziale e Voi non potrete utilizzarlo, divulgarlo, farvi riferimento o comunicarlo (in tutto o in parte) ad alcun soggetto ad alcun fine, senza la nostra preventiva autorizzazione scritta, fatta eccezione per l'autorizzazione concessa da Lazard a Unipol di allegare una copia del parere al Documento Informativo che verrà pubblicato nel contesto della Fusione in conformità alle disposizioni regolamentari emanate dalla Consob. Il presente parere è soggetto alle previsioni del mandato stipulato tra Unipol e Lazard con efficacia a partire dall'8 febbraio 2012.

La presente lettera è regolata dal diritto italiano.

Metodologie di valutazione utilizzate

Quella che segue è una sintesi delle principali analisi finanziarie che Lazard ha ritenuto opportuno condurre in relazione alla predisposizione del presente parere. Tale sintesi non rappresenta una descrizione completa delle analisi alla base del parere di Lazard. Il lavoro di analisi che conduce

alla predisposizione di un parere è un procedimento complesso, che richiede numerose decisioni in merito ai metodi di analisi più idonei e pertinenti e all'applicazione di tali metodi alle circostanze del caso concreto; pertanto, esso non si presta a una descrizione sintetica. L'estrapolazione di singole parti di tali analisi, senza considerare le stesse nella loro interezza, potrebbe fornire una visione incompleta o fuorviante delle analisi alla base del parere di Lazard. Inoltre, la sintesi delle analisi fornita qui di seguito include informazioni presentate in forma tabellare; al fine di comprendere appieno le analisi poste in essere da Lazard, le tabelle devono essere lette assieme all'intero testo di ciascuna sintesi.

Ai fini delle proprie analisi, Lazard ha considerato l'andamento del settore di riferimento, le condizioni di *business*, economiche, di mercato e finanziarie generali e altri fattori, molti dei quali esulano dal controllo delle Società. Le stime contenute nelle analisi di Lazard e gli intervalli di valutazione risultanti da una particolare analisi non necessariamente riflettono i valori effettivi, né rappresentano una previsione di risultati o valori futuri, che potrebbero essere significativamente più o meno favorevoli di quelli suggeriti nelle analisi di Lazard. In aggiunta, le analisi relative al valore di società, attività o titoli non tendono a stimare né a riflettere i prezzi a cui tali società, attività o titoli potrebbero essere effettivamente venduti.

In considerazione del nostro incarico e della natura dell'Operazione, le nostre valutazioni sono state effettuate con l'ottica di esprimere una stima comparativa di intervalli di valore delle Società partecipanti alla Fusione, dando preminenza all'omogeneità e alla comparabilità dei criteri adottati. Tali valutazioni vanno pertanto unicamente intese in termini relativi e con riferimento limitato alla specifica Operazione e non si riferiscono in alcun modo a valori assoluti di qualsiasi Società né possono essere considerate rappresentative di prezzi di mercato attuali o stimati.

Le valutazioni delle Società sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione e delle prospettive future delle Società autonomamente considerate (ottica *stand-alone*), senza quindi tener conto delle potenziali sinergie derivanti dalla Fusione, e a tale riguardo non è stato redatto da Unipol o dalle altre Società un piano previsionale *pro-forma* aggregato relativo a FonSAI, Milano Assicurazioni e Premafin.

Tenuto conto della finalità del nostro incarico, dei criteri comunemente impiegati nella prassi valutativa finanziaria, nazionale ed internazionale, con riferimento al settore assicurativo, nonché delle caratteristiche delle Società, per la determinazione degli intervalli di valori di riferimento di Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni abbiamo utilizzato le seguenti metodologie di valutazione: *Appraisal Value/Somma delle Parti*, *Dividend Discount Model* ("DDM") e Multipli di Mercato. Per quanto riguarda Premafin, in quanto *holding* di partecipazioni, la valutazione è stata effettuata "in trasparenza" ossia sulla base dei valori identificati per FonSAI risultanti dall'applicazione delle diverse metodologie valutative al netto dell'indebitamento finanziario della *holding* e tenendo conto dei costi di struttura della stessa.

La data di riferimento della valutazione è il 30 settembre 2012. Unipol ci ha informato che, a partire da tale data, alla data odierna non si è verificato alcun evento che abbia influenzato o possa aver influenzato in maniera rilevante alcuno dei dati, informazioni, documenti, previsioni, proiezioni o ipotesi alla base delle nostre analisi. Inoltre, salvo ove diversamente specificato, le informazioni quantitative, nella misura in cui esse si basano su dati di mercato, sono state assunte fino alla data del 14 dicembre 2012.

Ulteriori ipotesi adottate nelle valutazioni e analisi

Aumento di capitale e dividendo di Unipol: il Business Plan predisposto e approvato da Unipol non tiene conto dell'aumento di capitale previsto per Unipol nell'ambito della e subordinatamente alla Fusione; quindi il relativo ammontare è da considerare quale capitale in eccesso rispetto al margine di

solvibilità previsto, al netto del dividendo che Unipol ci ha comunicato verrà deliberato a favore dei propri azionisti, a valere sugli utili 2012 e in pagamento prima dell'efficacia della Fusione. Ai fini delle analisi da noi svolte, è ipotizzato che l'aumento di capitale previsto sarà effettivamente effettuato e il dividendo citato sarà effettivamente pagato negli importi previsti, rispettivamente pari a Euro 600 milioni e Euro 150 milioni.

Unipol Banca S.p.A.: la Relazione degli Amministratori indica che è stata pattuita la concessione da parte di UGF a FonSAI di un'opzione di vendita relativa alla partecipazione detenuta da Unipol in Unipol Banca S.p.A., a fronte della concessione da parte di FonSAI a UGF di una corrispondente opzione di acquisto sulla medesima partecipazione a un prezzo pari all'attuale valore di carico della stessa. Non è stata effettuata, nell'ambito delle analisi svolte, una valutazione autonoma di Unipol Banca S.p.A., conseguentemente considerata a valore di carico.

Provvedimento dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato: a seguito del provvedimento emesso da parte dell'Autorità in data 19 giugno 2012 e riferito alla dismissione da parte del Gruppo Assicurativo Unipol di alcune attività assicurative, è stato dato incarico a un *advisor* per avviare la procedura di cessione e sono state iniziate le attività propedeutiche funzionali alla stessa, pur in presenza di un ricorso presentato da UGF in relazione al citato provvedimento. In considerazione dell'incertezza relativa ai termini e alle condizioni delle predette dismissioni non si è tenuto conto di tale aspetto nell'ambito delle analisi svolte.

Convertendo Premafin: la Relazione degli Amministratori indica che nell'ambito dell'accordo di ristrutturazione tra Premafin e le banche creditrici, sottoscritto il 13 giugno 2012, è previsto che una quota del debito venga convertita in un prestito obbligazionario convertendo destinato alle banche stesse e a UGF, che potrà anche essere previamente destinato in opzione ai soci di Nuova FonSAI, con garanzia di sottoscrizione dell'importo da parte delle banche finanziatrici e di UGF. Date, tra l'altro, le caratteristiche del prestito convertendo in oggetto e le modalità di calcolo del prezzo di conversione, non è possibile stimare ad oggi l'eventuale effetto diluitivo che verrà a determinarsi sul capitale della Nuova FonSAI; nell'ambito delle nostre analisi non se ne è quindi tenuto conto.

Diritto di recesso: agli azionisti Premafin che non avranno concorso all'approvazione della Fusione e agli azionisti di risparmio di Milano Assicurazioni che non avranno concorso all'approvazione della delibera di Fusione, spetterà il diritto di recesso come regolato dal codice civile. In considerazione delle modalità e dei tempi previsti per l'esercizio di tale diritto, ivi inclusa la preventiva offerta in opzione delle azioni oggetto di recesso ai soci non recedenti, e non essendo possibile quantificarne i possibili impatti futuri, non si è tenuto conto di tale elemento nello svolgimento delle analisi.

Sinergia e ImCo: a seguito della dichiarazione di fallimento di Sinergia e ImCo da parte del Tribunale di Milano, ci è stato rappresentato che FonSAI e Milano Assicurazioni hanno considerato l'impatto stimabile di tale evento nell'ambito dei risultati infra-annuali al 30 settembre 2012; non si sono pertanto ipotizzate ulteriori rettifiche in relazione a tali aspetti.

Riserve danni: è ipotizzato che non vi siano ulteriori appostazioni di riserve rispetto a quanto indicato nei Business Plan delle Società. Peraltro, in data 3 luglio 2012, l'ISVAP ha inviato a Unipol una comunicazione evidenziando una carenza nell'appostazione di alcune riserve sinistri dell'esercizio 2011. Unipol ha pubblicamente dichiarato di non concordare con le conclusioni dell'Autorità; tuttavia, la stessa ha appostato riserve al 30 settembre 2012 e ci ha rappresentato che un'ulteriore appostazione di riserve è prevista a fine anno.

Descrizione e applicazione delle metodologie identificate

Metodologia *Appraisal Value* / Somma delle Parti

In base al metodo *Appraisal Value*/Somma delle Parti, il valore delle Società è stato determinato come somma delle seguenti componenti:

Embedded Value (EV) + *Value of New Business* (VNB) + *Goodwill* Danni.

dove:

$EV = \text{Adjusted Net Asset Value (ANAV)} + \text{Value of Business In-Force (VIF)}$

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

VIF = valore intrinseco del portafoglio vita, stimato sulla base del valore attuariale degli utili futuri del portafoglio vita in essere alla data della valutazione

VNB = valore della nuova produzione vita

Goodwill Danni = avviamento attribuibile al business danni

I valori dell'ANAV e del VIF (e quindi dell'EV) per Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni sono stati determinati dal *management* delle tre Società; ci è stato inoltre rappresentato dal *management* di Unipol che il calcolo è stato effettuato sulla base di ipotesi omogenee e condivise. In particolare, in base all'approccio adottato dalle Società, l'effetto delle minusvalenze latenti sul portafoglio di attivi a copertura delle riserve vita (gestioni separate) è stato considerato nella determinazione del VIF limitatamente alle eventuali integrazioni al rendimento minimo garantito delle polizze collegate a tali gestioni che, in futuro, dovessero rendersi necessarie sulla base delle ipotesi attuariali di calcolo adottate. Il VIF così come determinato dal *management* è stato, inoltre, rettificato per tenere conto del livello *target* del margine di solvibilità ipotizzato per il ramo vita.

Il valore della nuova produzione vita (VNB) è stato determinato tramite moltiplicatori teorici, stimati sulla base del costo del capitale e delle attese di crescita, applicati al valore della nuova produzione vita relativo ai dodici mesi precedenti il 30 settembre 2012 per Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni, così come elaborato dal *management*.

Il *Goodwill* Danni è stato stimato con il metodo *Dividend Discount Model* (si rinvia alla sezione successiva per una descrizione di tale metodologia) sulla base dei Business Plan delle tre Società relativi al ramo danni e assumendo un livello di margine di solvibilità *target* per il ramo danni, sulla base del quale si è effettuata un'analisi di sensitività. I flussi di dividendi sono stati attualizzati utilizzando un *cost of equity* tra il 12% e il 12,50% e un tasso di crescita perpetua (g) pari all'1,0%.

Ai fini della stima del Valore Terminale (o "*Terminal Value*"), il flusso di dividendo dell'ultimo anno di ciascun Business Plan è stato rettificato per rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di *combined ratio*, per tenere conto di un parziale allineamento del rendimento finanziario relativo al ramo danni, oltre che per tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche tenendo in considerazione la sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Come già specificato, si è tenuto conto per Unipol (i) del dividendo atteso a valere sull'utile 2012 e (ii) del previsto aumento di capitale.

La seguente tabella riassume i risultati derivanti dall'applicazione della metodologia dell'*Appraisal Value*/Somma delle Parti; in particolare vengono indicati gli intervalli di valori relativi (risultanti anche da analisi di sensitività) per Unipol, FonSAI, Premafin e, se dovesse partecipare alla Fusione, Milano Assicurazioni, e i risultanti *range* di rapporti di cambio (ove il rapporto di cambio è espresso come numero di azioni di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione delle altre Società).

	Unipol	FonSAI	Milano Assicurazioni	Premafin
<i>Range</i> di valori relativi (€/m)	2.586-3.041	1.987-2.662	1.285-1.628	104-287
<i>Range</i> di rapporti di cambio				
- Azioni ordinarie	1,437-2,042	-	0,324-0,473	0,029-0,060
- Azioni di risparmio	-	-	0,525-0,766	-

Metodologia Dividend Discount Model (DDM)

Il *Dividend Discount Model* è un metodo analitico che si fonda sul principio che il valore economico di una società sia pari alla somma del valore attuale dei flussi di cassa che essa corrisponderà agli azionisti. Nella sua variante "*excess capital*", ritenuta la più adeguata in considerazione delle caratteristiche delle Società cui tale metodologia è applicata, il DDM determina il valore economico 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 di patrimonializzazione, e (ii) del valore attuale del *Terminal Value*, calcolato assumendo una crescita perpetua costante dei flussi di dividendo oltre l'orizzonte temporale di previsione analitica.

L'applicazione del DDM in versione "*excess capital*" si articola nelle seguenti fasi:

- previsione analitica dei flussi di dividendo potenzialmente distribuibili su un orizzonte temporale identificato;
- determinazione del tasso di attualizzazione (*cost of equity*) e del tasso di crescita perpetua (g);
- calcolo del valore attuale dei flussi di dividendo futuri generati nell'orizzonte temporale prescelto e distribuibili agli azionisti mantenendo un livello di patrimonializzazione obiettivo (margine di solvibilità) ritenuto adeguato;
- calcolo del *Terminal Value*, determinato considerando il flusso di dividendo normalizzato dell'ultimo anno di previsione esplicita, il *cost of equity* e il tasso di crescita perpetua (g).

Per la stima dei dividendi potenzialmente distribuibili nell'orizzonte di proiezione esplicita si è fatto riferimento ai Business Plan di Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni, assumendo un livello di margine di solvibilità *target*, sulla base del quale è stata effettuata un'analisi di sensitività. I flussi di dividendi sono stati attualizzati utilizzando un *cost of equity* tra il 12% e il 12,50% e un tasso di crescita perpetua (g) pari all'1,0%.

Il tasso di attualizzazione utilizzato per determinare il valore attuale dei flussi previsti (*cost of equity*) è stato determinato, come è prassi, applicando la metodologia del *Capital Asset Pricing Model* e utilizzando quindi i dati di mercato relativamente al tasso *risk free*, al premio di rischio azionario e ai beta delle società comparabili, sulla base della formula di seguito indicata:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

dove:

R_f = tasso di rendimento per investimenti privi di rischio (*risk free*)

β = fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un titolo e il rendimento complessivo del mercato azionario di riferimento

$(R_m - R_f)$ = premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento *risk free*

Ai fini della stima del Terminal Value, il flusso di dividendo dell'ultimo anno di piano è stato rettificato per rendere omogenee le ipotesi sottostanti in termini di combined ratio, per tenere conto di un parziale allineamento del rendimento finanziario relativo al ramo danni, oltre che per tenere conto di alcune componenti di reddito non ricorrenti, anche tenendo in considerazione la sostenibilità e coerenza del dividendo stesso con il tasso di crescita di lungo periodo.

Relativamente a Unipol si è inoltre tenuto conto (i) del dividendo atteso a valere sull'utile 2012, (ii) dell'aumento di capitale previsto, e (iii) della minusvalenza latente netta sul portafoglio di investimenti ramo danni e patrimonio libero vita classificato contabilmente come *Held to Maturity* e *Loans and Receivables*.

La seguente tabella riassume i risultati derivanti dall'applicazione della metodologia DDM; in particolare vengono indicati gli intervalli di valori relativi (risultanti anche da analisi di sensitività) per Unipol, FonSAI, Premafin e, se dovesse partecipare alla Fusione, Milano Assicurazioni, e i risultanti *range* di rapporti di cambio (ove il rapporto di cambio è espresso come numero di azioni di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione delle altre Società).

	Unipol	FonSAI	Milano Assicurazioni	Premafin
Range di valori relativi (€/m)	2.567-3.009	2.444-3.086	1.213-1.531	228-401
<i>Range</i> di rapporti di cambio				
- Azioni ordinarie	1,233-1,639	-	0,263-0,360	0,052-0,073
- Azioni di risparmio	-	-	0,426-0,583	-

Metodologia Multipli di Mercato

Il metodo dei Multipli di Mercato stima il valore economico di una società sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote di capitale di società comparabili, tramite il calcolo di rapporti (multipli) tra il prezzo di mercato e alcune metriche economico-finanziarie rilevanti. L'applicazione di tali multipli alle medesime grandezze delle società oggetto di valutazione consente di determinare il valore delle stesse.

L'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato è un processo analitico la cui valenza è necessariamente limitata dall'effettiva comparabilità della società oggetto delle analisi con le società del campione identificato. In generale, e anche nel caso in oggetto, l'efficacia del confronto, e conseguentemente dei risultati derivanti dall'applicazione della suddetta metodologia, è limitata da diversi fattori tra cui i diversi profili di business, le diverse *performance* economico finanziarie storiche

e prospettiche, i diversi mercati geografici e di quotazione e, più in generale, le caratteristiche specifiche di ogni società oggetto di analisi.

L'applicazione di tale criterio si è articolata nelle seguenti fasi:

- definizione di un campione di compagnie assicurative di riferimento ritenute ragionevolmente comparabili con quelle oggetto di valutazione. Nel caso di specie, si è fatto riferimento alle seguenti compagnie europee: Allianz, Aviva, AXA, Baloise, Generali, Helvetia e Zurich;
- stima del relativo multiplo prezzo/utile per ogni compagnia selezionata sulla base delle previsioni di utile netto relative agli anni 2013, 2014 e 2015 secondo le stime IBES e considerando i prezzi di borsa al 14 dicembre 2012 nonché una media dei prezzi di borsa degli ultimi sei mesi;
- applicazione dei multipli così determinati agli utili netti attesi di Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni desunti dai Business Plan predisposti dalle Società, normalizzati per tenere conto di alcune componenti non ricorrenti.

In considerazione del fatto che i risultati attesi al 2013 per FonSAI e Milano Assicurazioni risentono significativamente della attuale fase di ristrutturazione delle due compagnie, e della minore affidabilità delle stime relative al 2015 per le società del campione, si è fatto riferimento ai risultati derivanti dall'applicazione del multiplo prezzo/utile relativo all'anno 2014.

Relativamente a Unipol si è inoltre tenuto conto (i) del dividendo atteso a valere sull'utile 2012, (ii) dell'aumento di capitale previsto, e (iii) della minusvalenza latente netta sul portafoglio di investimenti ramo danni e patrimonio libero vita classificato contabilmente come *Held to Maturity e Loans and Receivables*.

I risultati di tale analisi sono sostanzialmente in linea con quelli ottenuti effettuando ulteriori analisi, approfondimenti e verifiche in relazione ai multipli di mercato, ivi incluse analisi di sensitività.

La seguente tabella riassume i risultati derivanti dall'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato; in particolare vengono indicati gli intervalli di valori relativi per Unipol, FonSAI, Premafin e, se dovesse partecipare alla Fusione, Milano Assicurazioni, e i risultanti *range* di rapporti di cambio (ove il rapporto di cambio è espresso come numero di azioni di FonSAI, aventi godimento regolare, per ciascuna azione delle altre Società).

	Unipol	FonSAI	Milano Assicurazioni	Premafin
Range di valori relativi (€/m)	2.593-3.102	2.021-2.470	991-1.211	114-235
<i>Range</i> di rapporti di cambio				
- Azioni ordinarie	1,473-2.153	-	0,249-0,372	0,032-0,053
- Azioni di risparmio	-	-	0,403-0,601	-

Risultati delle analisi svolte

La seguente tabella riassume, per ciascuna delle metodologie valutative sopra descritte, gli intervalli di Rapporto di Cambio, espressi in termini di numero di azioni ordinarie di FonSAI (con godimento regolare) per ciascuna azione ordinaria di Unipol:

Metodologia	Range del Rapporto di Cambio
<i>Appraisal Value</i> / Somma delle Parti	1,437-2,042
DDM	1,233-1,639
Multipli di Mercato	1,473-2,153

Criticità e limitazioni delle analisi

Vengono identificate qui di seguito alcune criticità e limitazioni ritenute significative ai fini delle analisi svolte. Si evidenzia che eventuali divergenze, variazioni o differenze relativamente a quanto di seguito indicato potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle analisi.

Business Plan: con il consenso del *management* di Unipol, nell'elaborazione delle nostre valutazioni e ai fini delle relative conclusioni, abbiamo fatto riferimento ai dati previsionali riportati nei Business Plan. Si evidenzia che tali dati previsionali, già per loro natura incerti, riflettono un miglioramento anche significativo della *performance* attesa rispetto alla *performance* storica registrata. Il *management* di Unipol ha confermato che le stime, previsioni e proiezioni contenute nei Business Plan sono state prudenzialmente predisposte sulla base di assunzioni ragionevoli e realistiche e che riflettono le migliori stime e giudizi attualmente disponibili al *management* delle Società concernenti i risultati futuri, e quindi che queste possono essere utilizzate quale riferimento ai fini della predisposizione del presente parere. Abbiamo conseguentemente ipotizzato che i dati previsionali contenuti nei Business Plan saranno effettivamente realizzati negli importi e secondo i tempi previsti negli stessi.

Dati attuariali; il calcolo attuariale di ANAV, VIF e VNB è stato effettuato, come sopra riportato, dal *management* di Unipol, FonSAI e Milano Assicurazioni e, per quanto di nostra conoscenza, non è stato sottoposto a verifica esterna.

Patrimonio immobiliare: la valorizzazione del patrimonio immobiliare fornita dalle Società si basa sui dati di bilancio infra-annuali al 30 settembre 2012 e sulle perizie effettuate per conto delle stesse Società ai fini della predisposizione dei bilanci relativi al 2011. Il *management* delle Società ci ha rappresentato che un aggiornamento delle perizie relativamente al patrimonio immobiliare delle Società è attualmente in corso, e che gli esiti di tale aggiornamento saranno resi disponibili solo nel contesto delle attività finalizzate alla predisposizione dei bilanci per l'esercizio 2012. Ai fini delle analisi da noi svolte, la valorizzazione del patrimonio immobiliare delle Società si è basata pertanto sugli ultimi valori peritati disponibili.

Diverse categorie di azioni: ai fini della ripartizione del valore di FonSAI e Milano Assicurazioni tra azioni ordinarie e azioni di risparmio, si è fatto riferimento, in coerenza con la prassi valutativa e con quanto concordato tra le Società, al calcolo del numero di azioni ordinarie equivalenti, determinato sulla base dello scarto di quotazione (premio o sconto) tra le azioni di risparmio e le corrispondenti azioni ordinarie riscontrato sul mercato borsistico a far data dal 6 agosto 2012 (primo giorno di quotazione delle azioni di risparmio di categoria B di FonSAI).

Prezzi di borsa: essendo l'esercizio valutativo riferito all'identificazione, su basi omogenee, di valori relativi ai fini della determinazione di rapporti di cambio, non abbiamo preso a riferimento i prezzi di borsa, non essendo Unipol una società quotata e data l'elevata volatilità, nonché la limitata

liquidità e copertura da parte degli analisti finanziari, dei titoli di alcune delle Società, anche in considerazione dell'Operazione.

Portafoglio titoli: come reso pubblico da Unipol, sono in corso approfondimenti da parte della CONSOB in merito alla regolarità contabile dei dati comunicati con riferimento alla tematica del portafoglio titoli; tale portafoglio include una componente significativa di titoli cosiddetti strutturati. Nell'ambito delle analisi svolte si è fatto riferimento alla contabilizzazione e classificazione in bilancio di tali titoli come attualmente effettuate da Unipol.

Tassi e volatilità: un elemento rilevante di alcune metodologie di valutazione utilizzate è il tasso di attualizzazione utilizzato per determinare il valore attuale dei flussi previsti. Come è prassi, abbiamo determinato il *cost of equity* applicando il *Capital Asset Pricing Model*, e utilizzando quindi i dati di mercato relativamente al tasso *risk free*, al premio di rischio azionario e ai Beta delle società comparabili. La volatilità dei tassi d'interesse e dei corsi azionari potrebbe avere un impatto significativo su tali parametri. Peraltro tali aspetti possono avere un impatto, anche significativo, nel calcolo di altri elementi rilevanti ai fini della valutazione quali, ad esempio, ANAV, VIF e VNB.

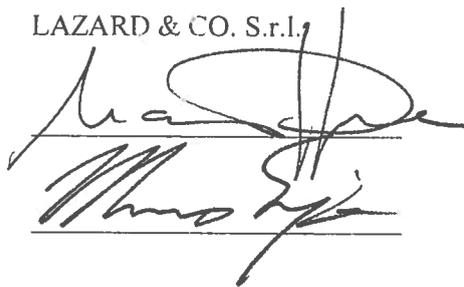
Variabili di contesto: le stime e proiezioni riportate nei Business Plan nonché i risultati derivanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione descritte dipendono in misura sostanziale dalle ipotesi macro-economiche, di scenario e dall'attuale assetto del quadro regolamentare dei settori finanziari e assicurativi. L'attuale incertezza macro-economica e possibili cambiamenti di contesto che abbiano un impatto sulle Società possono influenzare, anche significativamente, il quadro di riferimento della valutazione.

* * *

Sulla base di quanto precede, riteniamo che, alla data odierna, il Rapporto di Cambio sia congruo, dal punto di vista finanziario, per gli azionisti di Unipol.

Cordiali saluti,

LAZARD & CO. S.r.l.



GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

ORDINARIO DI ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI
ALL'UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

Relazione di stima

*per la determinazione dei rapporti di concambio della fusione per incorporazione in Fondiaria Sai
di Unipol Assicurazioni, Milano Assicurazioni e Premafin Finanziaria*

Milano, 20 dicembre 2012

20123 MILANO – VIA TORINO 2 ANG. PIAZZA DEL DUOMO
TELEFONO + 39 02 8053909 – FAX + 39 02 72021252
WWW.GUALTIERIEASSOCIATI.IT

INDICE

1.	PREMESSA	5
2.	L'INCARICO.....	5
2.1	Caratteristiche e condizioni economiche dell'operazione.....	6
2.2	Oggetto dell'incarico	9
2.3	Finalità della stima	9
2.4	Data di riferimento.....	10
2.5	Limitazioni.....	10
2.6	Documentazione utilizzata.....	11
2.7	Ipotesi utilizzate nell'analisi.....	13
3.	PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE.....	16
3.1	La stima del valore.....	16
3.2	La valutazione delle imprese di assicurazione.....	18
3.3	Le valutazioni per operazioni di fusione	20
4.	METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI.....	21
4.1	Scelta dei metodi di valutazione	21
4.2	I metodi per la valutazione di Unipol, Fonsai e Milano.....	23
4.2.1	<i>Dividend Discount Model (DDM) nella variante excess capital</i>	23
4.2.2	<i>Metodo Sum of Parts (SOP)</i>	24
a)	DDM nella variante excess capital (ramo danni).....	25
b)	Metodo dell'Appraisal Value (ramo vita).....	25
c)	Metodo patrimoniale (attività immobiliare).....	26
d)	Metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale.....	26
4.2.3	<i>Metodo dei multipli di borsa</i>	27
4.2.4	<i>Metodo della retta di regressione (value map)</i>	27
4.3	Il metodo per la valutazione di Premafin.....	28
5.	SVILUPPO DELLE VALUTAZIONI E DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CONCAMBIO	28
5.1	L'applicazione del Dividend Discount Model (DDM)	28

5.1.1	<i>Identificazione dei flussi di dividendo distribuibili e dell'arco temporale di riferimento</i>	28
5.1.2	<i>Quantificazione del costo del capitale</i>	29
5.1.3	<i>Determinazione del terminal value</i>	30
5.1.4	<i>Valutazione delle compagnie coinvolte nella Fusione</i>	31
5.1.5	<i>Valutazione di Premafin</i>	31
5.1.6	<i>Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio</i>	32
5.2	<i>L'applicazione del metodo Sum of Parts (SOP)</i>	32
5.2.1	<i>Attività assicurative relative al ramo danni</i>	32
5.2.2	<i>Attività assicurative relative al ramo vita</i>	33
a)	<i>Determinazione dell'ANAV</i>	33
b)	<i>Determinazione del VIF</i>	34
c)	<i>Determinazione del NB</i>	35
d)	<i>Risultati</i>	35
5.2.3	<i>Area di business relativa alle attività immobiliari</i>	35
5.2.4	<i>Altre aree di business</i>	35
a)	<i>Banca Sai</i>	36
b)	<i>Altre aree di attività</i>	36
5.2.5	<i>Componenti patrimoniali non allocate</i>	37
5.2.6	<i>Valutazione delle Compagnie coinvolte nella Fusione</i>	37
5.2.7	<i>Valutazione di Premafin</i>	37
5.2.8	<i>Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio</i>	38
5.3	<i>L'applicazione del metodo dei multipli di borsa</i>	38
5.3.1	<i>Selezione del campione di riferimento</i>	38
5.3.2	<i>Identificazione dei multipli da utilizzare e dell'arco temporale di riferimento</i>	39
5.3.3	<i>Valutazione delle compagnie coinvolte nella Fusione</i>	40
5.3.4	<i>Valutazione di Premafin</i>	41
5.3.5	<i>Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio</i>	41
5.4	<i>L'applicazione del metodo della retta di regressione (value map)</i>	41
5.4.1	<i>Selezione del campione di riferimento</i>	41
5.4.2	<i>Selezione dei parametri per la regressione statistica e dell'arco temporale di riferimento</i>	42
5.4.3	<i>Valutazione delle compagnie coinvolte nella Fusione</i>	43

GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

5.4.4	<i>Valutazione di Premafin</i>	43
5.4.5	<i>Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio</i>	44
6.	PROCEDURE DI VERIFICA	44
7.	PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE	45
8.	SINTESI DELLE VALUTAZIONI E RAPPORTI DI CONCAMBIO.....	46
9.	CONCLUSIONI	46

1. PREMESSA

In data 29 gennaio Unipol Gruppo Finanziario (UGF) ha stipulato con Premafin Finanziaria Holding di Partecipazione (Premafin) un accordo avente ad oggetto i reciproci impegni per la realizzazione di un progetto di integrazione (il Progetto di Integrazione) avente l'obiettivo di creare un operatore nazionale di primario rilievo nel settore assicurativo e salvaguardare la solvibilità di Premafin e di Fondiaria Sai (Fonsai).

Nell'ambito del Progetto di Integrazione è stata prevista la fusione (la Fusione) per incorporazione in Fonsai di Unipol Assicurazioni (Unipol), Premafin e Milano Assicurazioni (Milano) da realizzare successivamente ad un aumento di capitale di Premafin con esclusione del diritto d'opzione *ex* articolo 2441 c.c., commi V e VI e riservato a UGF per massimi € 400 milioni, funzionale a dotare Premafin delle risorse finanziarie necessarie per consentire l'integrale sottoscrizione da parte sua e della controllata Finadin s.p.a. Finanziaria di Investimenti (Finadin), per le quote di rispettiva pertinenza, di un aumento di capitale di Fonsai il cui importo, a seguito di specifica richiesta dell'Isvap del 10 gennaio 2012, è stato stabilito il successivo 29 gennaio 2012 dal consiglio di amministrazione di Fonsai in massimi € 1.100 milioni alla luce della perdita consolidata per l'esercizio 2011 (nell'ordine di € 1,1 miliardi) e dell'obiettivo di ottenere un margine di solvibilità consolidato (alla fine dell'esercizio 2011 inferiore alla soglia minima richiesta dalle norme) pari ad almeno il 120%.

E' stato inoltre previsto, per realizzare il Progetto di Integrazione, un aumento di capitale da parte di UGF per un ammontare massimo di € 1.100 milioni funzionale a dotarsi delle risorse necessarie per la sottoscrizione sia dell'aumento di capitale di Premafin per massimi € 400 milioni ad essa riservato sia di un aumento di capitale della propria controllata Unipol dell'importo di massimi € 600 milioni finalizzato a fare in modo che la società riveniente dalla Fusione disponga di una dotazione patrimoniale adeguata a supportarne i programmi di sviluppo e a rispettare stabilmente e senza rischi di incorrere in carenze i requisiti patrimoniali previsti dalla normativa di vigilanza.

In questo quadro, Unipol ha stabilito di avvalersi di Gualtieri e Associati per l'assistenza a supporto delle deliberazioni del consiglio di amministrazione relative alla progettata Fusione e in particolare alla determinazione dei rapporti di concambio.

2. L'INCARICO

Nel marzo 2012 Unipol ci ha conferito l'incarico, poi formalizzato in data 12 aprile 2012, per lo svolgimento di attività di consulenza, a supporto delle diverse deliberazioni del consiglio di

amministrazione di Unipol relative alla Fusione, per la stima del valore del capitale azionario di Unipol, Premafin, Fonsai e Milano finalizzata alla definizione dei rapporti di concambio della Fusione.

2.1 *Caratteristiche e condizioni economiche dell'operazione*

I consigli di amministrazione di UGF e di Unipol, riunitisi in data 5 giugno 2012, hanno definito le condizioni economiche alle quali erano disponibili a realizzare il Progetto di Integrazione e il successivo 6 giugno UGF, anche per conto di Unipol, ha formulato la propria proposta alle altre società coinvolte nella Fusione diverse dalla controllata, i cui consigli di amministrazione hanno dato parere favorevole a procedere nel Progetto di Integrazione il 10 giugno 2012 nel caso di Premafin e l'11 giugno nel caso di Fonsai e Milano. Il Progetto di Integrazione ha ottenuto il 19 giugno 2012 il nulla osta dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e il 20 giugno 2012 le autorizzazioni di Isvap e Banca d'Italia, ciascuna per quanto di rispettiva competenza, ed è stato presentato alla comunità finanziaria il successivo 22 giugno 2012.

In particolare le società coinvolte nel Progetto di Integrazione hanno concordato che le percentuali attese di partecipazione al capitale sociale rappresentato da azioni ordinarie dell'incorporante Fonsai, come risultante dalla Fusione, sulla base delle quali proseguire nella definizione dei termini del Progetto di Integrazione, fossero le seguenti:

- UGF (per effetto della partecipazione in Premafin e di quella in Unipol)	61%
- Azionisti Premafin diversi da UGF (escluse azioni Premafin detenute da UGF, Milano e Fonsai)	0,85%
- Azionisti Fonsai (escluse azioni ordinarie Fonsai detenute da Premafin e Milano)	27,45%
- Azionisti Milano (escluse azioni ordinarie Milano detenute da Fonsai)	10,7%

Le percentuali dianzi riportate sono state definite dalle società coinvolte sulla base delle situazioni contabili al 31 dicembre 2011 e assumendo l'integrale realizzazione degli aumenti di capitale previsti nel Progetto di Integrazione.

Le società hanno concordato di procedere ad un aggiornamento delle condizioni economiche della Fusione sulla base delle situazioni contabili al 30 settembre 2012 e di svolgere attività di *due diligence* al fine di verificare la necessità di effettuare, in base agli esiti, eventuali aggiustamenti o rettifiche alle condizioni definite nel giugno 2012 e sopra riportate. A questo proposito, si rileva che le società non hanno ritenuto di apportare modifiche alle richiamate condizioni economiche, che sono dunque confermate.

Nella prospettiva di determinazione dei rapporti di concambio, si rileva che gli aumenti di capitale, la cui realizzazione è stata prevista nel Progetto di Integrazione, sono tutti intervenuti ad eccezione di quello di Unipol, che verrà deliberato da Unipol e sottoscritto e liberato da UGF prima della data di efficacia civilistica della Fusione a condizione che intervenga l'autorizzazione alla Fusione da parte delle Autorità di vigilanza, italiane ed estere, ai sensi delle disposizioni normative applicabili, che intervenga l'assunzione delle delibere di approvazione della Fusione da parte dei competenti organi delle società coinvolte e che non vi siano opposizioni dei creditori nei termini di cui all'articolo 2503 del codice civile ovvero queste opposizioni siano superate secondo le modalità ivi descritte. In particolare:

- ✓ in data 19 luglio 2012 UGF ha sottoscritto e liberato integralmente complessive n. 1.741.239.877 azioni ordinarie Premafin, emesse a fronte dell'aumento di capitale deliberato dall'assemblea straordinaria di Premafin del 12 giugno 2012, di talché il capitale sociale di Premafin risulta di € 480.982.831,02 interamente sottoscritto e versato ed è rappresentato da n. 2.151.580.097 azioni senza indicazione di valore nominale;
- ✓ in data 13 settembre 2012 è stata data esecuzione all'aumento di capitale di Fonsai deliberato dall'assemblea straordinaria di Fonsai del 27 giugno con l'integrale sottoscrizione di n. 916.895.448 azioni ordinarie e n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria B complessivamente offerte in opzione ai soci di Fonsai, di talché il capitale sociale di Fonsai risulta di € 1.194.572.973,80 interamente sottoscritto e versato ed è diviso in complessive n. 1.243.605.430 azioni senza indicazione di valore nominale di cui n. 920.565.922 azioni ordinarie, n. 1.276.836 azioni di risparmio di categoria A e n. 321.762.672 azioni di risparmio di categoria B;
- ✓ il capitale sociale di Milano risulta di € 373.682.600,42 interamente sottoscritto e versato ed è diviso in complessive n. 1.944.800.842 azioni senza indicazione di valore nominale di cui n. 1.842.334.571 azioni ordinarie e n. 102.466.271 azioni di risparmio;
- ✓ il capitale sociale di Unipol risulta di € 259.056.000 interamente sottoscritto e versato ed è rappresentato da n. 259.056.000 azioni ordinarie di nominali € 1 ciascuna; esso verrà incrementato, prima della data di efficacia civilistica della Fusione, di nominali € 600 milioni, da eseguirsi con emissione di n. 600.000.000 azioni ordinarie di nominali € 1 ciascuna con godimento regolare da assegnare in opzione all'unico azionista UGF.

Tenuto conto della presenza di azioni di risparmio nel capitale di Fonsai e di Milano, le Parti hanno concordato che la contribuzione al valore del capitale di risparmio sul capitale totale sia calcolata sulla base delle quotazioni di borsa medie ponderate delle azioni di risparmio e ordinarie quantificando

il premio/sconto percentuale delle une rispetto alle altre su un orizzonte temporale di 6 mesi. Peraltro, poiché il primo giorno di quotazione delle azioni di risparmio di categoria B Fonsai è stato il 6 agosto 2012, per omogeneità si è scelta questa data come momento iniziale per la rilevazione delle quotazioni di tutte le azioni da considerare. I premi/sconti percentuali tra azioni di risparmio e ordinarie utilizzati per determinare i rapporti di concambio, determinati sulla base dei prezzi medi ponderati rilevati da Bloomberg, sono i seguenti:

- per le azioni di risparmio di classe A di Fonsai: premio 5,936,62%;
- per le azioni di risparmio di classe B di Fonsai: sconto 35,45%;
- per le azioni di risparmio di Milano: premio 4,45%.

Sulla base di quanto sopra, i rapporti di concambio che riflettono le condizioni economiche concordate tra le parti risultano i seguenti:

- ✓ n. 1,497 azioni ordinarie Fonsai, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria Unipol;
- ✓ n. 0,050 azioni ordinarie Fonsai, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria Premafin;
- ✓ n. 0,339 azioni ordinarie Fonsai, aventi godimento regolare, per ogni azione ordinaria Milano;
- ✓ n. 0,549 azioni di risparmio di categoria B Fonsai, aventi godimento regolare, per ogni azione di risparmio Milano.

La fusione per incorporazione di Milano in Fonsai verrà sottoposta all'approvazione dell'assemblea speciale degli azionisti di risparmio di Milano che verrà convocata ai sensi degli articoli 146, comma 1 lettera b) del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e 2376 del codice civile poiché, per effetto dell'assegnazione in concambio di azioni di risparmio di categoria B di Fonsai, gli azionisti di risparmio di Milano verrebbero a percepire gli ammontari derivanti dal loro privilegio di priorità solo dopo il pagamento degli ammontari derivanti dal privilegio di priorità in favore dei detentori delle azioni di risparmio di categoria A di Fonsai, determinandosi un pregiudizio di diritto degli azionisti di risparmio di Milano considerato rilevante ai fini della ricorrenza dei presupposti applicativi dei richiamati articoli.

Qualora l'assemblea speciale di Milano non dovesse approvare la fusione di Milano in Fonsai, si procederà in ogni caso alla fusione di Premafin e di Unipol in Fonsai, parte essenziale e irrinunciabile del Progetto di Integrazione, al quale Milano è invitata a partecipare.

Va da sé che in tal caso i rapporti dianzi riportati in termini di numero di azioni Fonsai da attribuire in concambio delle azioni Unipol e delle azioni Premafin resterebbero i medesimi, modificandosi soltanto il numero complessivo di azioni Fonsai da emettere a servizio dell'operazione.

2.2 *Oggetto dell'incarico*

Oggetto dell'incarico è la stima del valore del capitale azionario di Unipol, Premafin, Fonsai e Milano finalizzata alla definizione dei relativi rapporti di concambio, applicando le metodologie più opportune in base alla teoria finanziaria e alla prassi valutativa, e la determinazione dei rapporti di concambio tra le azioni delle diverse società nell'ambito della Fusione, a supporto delle deliberazioni del consiglio di amministrazione di Unipol relative alla progettata Fusione.

2.3 *Finalità della stima*

La presente relazione ha lo scopo di fornire al consiglio di amministrazione di Unipol elementi, dati e riferimenti utili per definire i rapporti di concambio da proporre all'assemblea straordinaria degli azionisti di Unipol chiamata ad approvare la Fusione.

Tenuto conto che i rapporti di concambio che verranno stabiliti dal consiglio di amministrazione di Unipol (e delle altre società coinvolte nella Fusione) saranno sottoposti al parere di congruità di un esperto indipendente designato dal presidente del Tribunale di Torino ai sensi dell'articolo 2501 *sexies* del codice civile, la presente relazione si propone anche di mettere a disposizione dell'esperto designato i medesimi elementi conoscitivi forniti al consiglio di amministrazione di Unipol.

Data la particolare finalità della presente relazione di stima, essa è specificamente destinata ad essere utilizzata nell'ambito dell'operazione di Fusione con riferimento alla quale essa è stata richiesta e in particolare è volta all'individuazione di intervalli di rapporti di concambio ritenuti congrui ai fini della prospettata Fusione.

Per questa ragione, i valori assoluti ottenuti per il capitale azionario delle società coinvolte nella Fusione assumono significato esclusivamente ai fini della determinazione dei rapporti di concambio e non possono essere considerati quali possibili indicazioni di prezzo o di valore attuale o prospettico di queste società.

Tenuto conto della finalità della stima, le valutazioni espone nella presente relazione sono state condotte considerando le società coinvolte nella Fusione come entità autonome che operano in normali condizioni di mercato (*stand alone*) e quindi prescindono da ogni considerazione relativa alle eventuali

sinergie, pur nel caso in esame esistenti, rivenienti dalla Fusione e che genererebbero valore incrementale per tutti gli azionisti.

2.4 *Data di riferimento*

La data di riferimento della presente relazione di stima è il 30 settembre 2012.

Si evidenzia peraltro che, come descritto nel paragrafo 6 “Procedure di verifica”, dalla data di riferimento alla data di emissione della presente relazione, in base alle informazioni forniteci, non si sono verificate variazioni significative tali da indurci a modificare sostanzialmente le conclusioni raggiunte con riferimento alla data del 30 settembre 2012.

2.5 *Limitazioni*

La presente relazione è stata preparata per il consiglio di amministrazione di Unipol con la finalità di fornire un supporto per le deliberazioni che esso dovrà assumere con riferimento alla Fusione e, in particolare, alla determinazione dei rapporti di concambio da sottoporre all’assemblea. I valori individuati per le società coinvolte nella Fusione devono essere pertanto interpretati e utilizzati esclusivamente per l’anzidetta finalità.

La presente relazione ha il solo scopo di fornire al consiglio di amministrazione di Unipol indicazioni e riferimenti sui valori relativi delle società coinvolte nella Fusione. Resta oggetto di valutazione autonoma da parte del consiglio ogni decisione su come utilizzare le indicazioni e i riferimenti contenuti nel presente documento e resta di esclusiva competenza e responsabilità del consiglio ogni decisione in ordine alla Fusione e alla determinazione dei rapporti di concambio.

La presente relazione e le analisi in essa contenute sono indirizzate esclusivamente al consiglio di amministrazione di Unipol; né la presente relazione né i dati e i risultati in essa contenuti potranno essere, in tutto o in parte, riprodotti o divulgati a terzi (anche in forma sintetica) senza la preventiva autorizzazione scritta di Gualtieri e Associati, fermo restando che tali soggetti terzi eventualmente autorizzati non potranno farvi affidamento in alcun caso.

Le analisi riportate nella presente relazione sono fondate su informazioni pubbliche e su informazioni fornite da Unipol per iscritto e oralmente. Gualtieri e Associati ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute da Unipol per iscritto e verbalmente. Né Gualtieri e Associati, né i suoi esponenti, dipendenti o collaboratori hanno effettuato alcuna *due diligence* o comunque alcuna autonoma o congiunta verifica sulle anzidette informazioni, e in particolare sui piani industriali *stand-alone* di

Unipol, di Fonsai, di Milano e di Premafin e sui bilanci e i documenti contabili delle società coinvolte nella Fusione e dunque non assumono alcuna responsabilità in ordine alla loro veridicità, accuratezza e completezza né assumono alcun obbligo per danni, perdite o costi (quali, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, i danni diretti e indiretti) risultanti da qualunque errore o omissione nella presente relazione.

Gualtieri e Associati non assume alcuna responsabilità in merito all'aggiornamento della presente relazione alla luce di eventi, circostanze, condizioni di mercato che si siano verificati successivamente al 20 dicembre 2012. A tal proposito si evidenzia che fatti o eventi verificatisi successivamente potrebbero incidere sulla validità delle informazioni e delle conclusioni contenute nella presente relazione.

L'approccio valutativo seguito nella presente relazione tiene conto della finalità di determinare valori relativi tra le società coinvolte nella Fusione che costituiscono la base per stabilire i rapporti di concambio. Pertanto i valori assoluti e i risultati parziali contenuti nella presente relazione assumono significato esclusivamente nell'ottica di giungere a determinare i valori relativi. Le stime sono state condotte assumendo ipotesi ragionevoli e verificando la correttezza metodologica e la ragionevolezza delle informazioni pubbliche e delle informazioni fornite da Unipol che implicano l'assunzione di ipotesi, ferma restando l'ineliminabile soggettività di alcune scelte valutative e di taluni giudizi.

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

I contenuti della presente relazione di stima non possono né potranno essere considerati una garanzia o un'indicazione di futuri risultati economici, patrimoniali e finanziari della società coinvolte nella Fusione.

La presente relazione non deve essere intesa dagli azionisti di Unipol né dagli azionisti delle altre società coinvolte nella Fusione che ne venissero a conoscenza, quale raccomandazione relativa all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea chiamata a deliberare la Fusione.

2.6 Documentazione utilizzata

Nel predisporre la presente relazione di stima, Gualtieri e Associati ha fatto uso di una pluralità di informazioni pubbliche e di dati predisposti o comunque forniti dal management di UGF e di Unipol.

In particolare, in ordine allo svolgimento dell'incarico ricevuto, Gualtieri e Associati ha acquisito ed esaminato gli elementi contabili e informativi riportati nel seguito:

- ✓ accordo del 29 gennaio 2012 tra UGF e Premafin come modificato dallo scambio di corrispondenza del 25 giugno 2012 i cui termini sono stati oggetto di comunicati stampa;
- ✓ scambi di corrispondenza tra UGF (anche per conto di Unipol) da un lato e Premafin, Fonsai e Milano dall'altro, intervenuti tra il 23 maggio e il 13 giugno 2012 in relazione ai valori economici della prospettata Fusione di cui al Progetto di Integrazione;
- ✓ bozza del progetto di fusione e bozza della relazione illustrativa degli amministratori relativa alla Fusione, datate 19 dicembre 2012;
- ✓ "Progetto di Integrazione Unipol – Gruppo Fondiaria Sai", presentazione alla comunità finanziaria del 22 giugno 2012;
- ✓ statuto e composizione della compagine azionaria delle società coinvolte nella Fusione;
- ✓ bilancio civilistico certificato di Unipol al 31 dicembre 2011 (redatto in base ai principi contabili nazionali e accompagnato da prospetti contenenti la riespressione dei dati in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS) e resoconto intermedio di gestione non certificato di Unipol al 30 settembre 2012 (redatto in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS);
- ✓ bilanci civilistici e consolidati certificati di Premafin, Fonsai e Milano al 31 dicembre 2011 e relazioni trimestrali consolidate certificate di Premafin, Fonsai e Milano al 30 settembre 2012 (e, per la sola Premafin, anche relazione trimestrale civilistica non certificata);
- ✓ bilancio civilistico e consolidato certificato di Banca SAI al 31 dicembre 2011 e relazione trimestrale non certificata al 30 settembre 2012;
- ✓ prospetti economico-patrimoniali non certificati di Finadin al 30 settembre 2012;
- ✓ informazioni, analisi, valutazioni e dati contabili non certificati per la quantificazione *dell'adjusted net asset value (ANAV)* alla data del 30 settembre 2012 e informazioni di natura attuariale e analisi, non certificata da terzi indipendenti, per la quantificazione del *value in force (VIF)* alla data del 30 settembre 2012 e del *new business value (NB)* relativo ai 12 mesi successivi al 30 settembre 2012 per Unipol, Fonsai e Milano, predisposti per ciascuna società dal suo management o sotto la sua supervisione;
- ✓ piano industriale *stand alone* 2012-2015 di Unipol, Fonsai, Milano e Premafin predisposto per ciascuna società dal suo management con l'assistenza di un primario *advisor* industriale e approvato dal rispettivo consiglio di amministrazione il 28 novembre 2012 e, nel caso di Milano, il 5 dicembre 2012, con successivi aggiornamenti forniti tra il 13 e il 16 dicembre 2012;

- ✓ analisi di scenario, ipotesi e previsioni predisposte dal management delle società coinvolte nella Fusione con il supporto di un primario *advisor* industriale relativamente alle attività svolte e ai potenziali effetti del Progetto di Integrazione, ivi inclusa una stima delle potenziali sinergie rivenienti dal Progetto di Integrazione;
- ✓ ulteriori informazioni di carattere generale, gestionale e finanziario, anche di dettaglio, rilevanti ai fini dell'espletamento dell'incarico fornite dal management di UGF e di Unipol e dall'*advisor* industriale nonché dal management di Fonsai, Milano e Premafin per il tramite dei propri *advisors* o del management di UGF e Unipol;
- ✓ informazioni relative all'andamento dei prezzi dei titoli di UGF, Fonsai, Premafin e Milano e di un campione di compagnie di assicurazioni comparabili a quelle coinvolte nella Fusione (fonte Bloomberg);
- ✓ informazioni relative all'andamento dei prezzi di mercato dei titoli di stato italiani (fonte Bloomberg);
- ✓ informazioni relative alle principali grandezze patrimoniali e reddituali (storiche e prospettiche) di un campione di compagnie di assicurazioni comparabili a quelle coinvolte nella Fusione (fonte Bloomberg);
- ✓ informazioni sul mercato assicurativo italiano tratte da documenti e ricerche dell'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA).

* * *

Ad integrazione della documentazione raccolta, sono stati organizzati incontri e colloqui con manager di Unipol e di UGF durante i quali Gualtieri e Associati ha formulato quesiti e richiesto chiarimenti e precisazioni di natura qualitativa e quantitativa che sono stati forniti dal management di Unipol e di UGF anche all'esito di contatti con il management di Fonsai, Milano e Premafin o con i rispettivi *advisors*.

Gualtieri e Associati ha ricevuto per iscritto conferma da UGF e Unipol, ciascuna per quanto di sua competenza, della veridicità, completezza e coerenza delle informazioni fornite.

2.7 *Ipotesi utilizzate nell'analisi*

Sulla base delle informazioni ricevute, le principali ipotesi utilizzate da Gualtieri e Associati nelle analisi volte alla predisposizione della presente relazione di stima sono state le seguenti:

- 1) saranno annullate senza concambio le azioni proprie possedute da Milano, le azioni Milano e Premafin possedute da Fonsai e le azioni Premafin possedute da Milano;
- 2) saranno utilizzate a servizio del concambio le azioni Fonsai detenute da Milano e le azioni Fonsai detenute da Premafin, senza che queste azioni Fonsai risultino mai acquisite al patrimonio di Fonsai come azioni proprie;
- 3) si è assunto che non sia esercitato il diritto di recesso (spettante ai sensi dell'art. 2347, comma 1, lettera a del codice civile) da parte degli azionisti di Premafin che, nel contesto del Progetto di Integrazione, non abbiano concorso alle deliberazioni sulla Fusione, perché da un lato gli azionisti di Premafin diversi da UGF rappresentano una quota del capitale piccola e di conseguenza gli effetti di un eventuale recesso sui rapporti di concambio sarebbero molto marginali, dall'altro la valenza del Progetto di Integrazione sotto il profilo industriale fa presumere che gli azionisti Premafin siano indotti a parteciparvi per conseguire le sinergie da esso derivanti;
- 4) si è assunto che non sia esercitato il diritto di recesso (spettante ai sensi dell'art. 2347, comma 1, lettera g del codice civile in caso di approvazione della fusione per incorporazione di Milano in Fonsai) da parte degli azionisti di risparmio di Milano che, nel contesto del Progetto di Integrazione, non abbiano concorso alle deliberazioni sulla Fusione, perché la minoranza degli azionisti di risparmio di Milano rappresenta un valore del capitale azionario di entità ridotta e tale da non influenzare significativamente i rapporti di concambio nell'ipotesi di recesso; inoltre la valenza del Progetto di Integrazione sotto il profilo industriale fa presumere che l'eventuale recesso riguardi una percentuale del capitale esigua;
- 5) non è stato considerato il prestito obbligazionario convertendo che sarà emesso da Fonsai per € 201.800.000 (per effetto della trasformazione di debiti ristrutturati di Premafin che passeranno nel bilancio di Fonsai a seguito della Fusione) destinato alle banche creditrici e a UGF, perché verrà emesso successivamente alla data di efficacia civilistica della Fusione e il relativo prezzo di conversione verrà determinato in base ai prezzi ufficiali registrati dalle azioni Fonsai *post* Fusione con applicazione di un premio e pertanto l'eventuale effetto diluitivo, dipendendo dal prezzo di conversione, non può essere quantificato. Peraltro per evitare tale effetto diluitivo UGF è impegnata, anche per conto delle società coinvolte nella Fusione, a condurre apposite negoziazioni con le banche creditrici al fine di far sì che il prestito convertendo venga offerto previamente in opzione agli azionisti di Fonsai *post* Fusione;

- 6) non è stata considerata la dismissione da parte del gruppo assicurativo Unipol, in conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF del gruppo Fonsai perfezionatasi il 19 luglio 2012 attraverso la sottoscrizione e liberazione dell'aumento di capitale di Premafin, 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 € 1,7 miliardi di premi, in ottemperanza alla richiesta da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato in data 19 giugno 2012, perché alla data della presente relazione, secondo le informazioni forniteci, non è stato identificato il perimetro degli *assets* oggetto della dismissione e non esistono stime dei valori conseguibili da essa;
- 7) non è stata effettuata la stima del valore di mercato della partecipazione di Unipol in Unipol Banca alla luce dell'impegno di UGF di concedere a Fonsai un'opzione di vendita della partecipazione detenuta da Unipol 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 all'attuale valore di carico della partecipazione, a fronte della concessione da Fonsai a UGF di una corrispondente opzione di acquisto alle medesime condizioni, ma esercitabile per tutto il periodo compreso dalla data di efficacia civilistica della Fusione alla scadenza del quinto anno successivo a tale data;
- 8) sono state accolte, senza effettuare specifiche analisi, le rettifiche di valore effettuate al 30 settembre 2012 da Fonsai (incluse le sue controllate) e Milano in relazione all'esposizione creditizia (credito lordo del gruppo Fonsai pari a € 231 milioni) verso le società fallite Imco s.p.a. e Sinergia Holding di Partecipazioni s.p.a.;
- 9) è stata accolta, senza effettuare specifiche analisi, l'entità dei fondi rischi e oneri al 30 settembre 2012 stanziati dalle società coinvolte nella Fusione in relazione ai contenziosi in essere;
- 10) è stato accolto, senza effettuare specifiche analisi, l'ammontare delle riserve sinistri esposto dalle compagnie di assicurazione coinvolte nella Fusione, nella consapevolezza che la valutazione delle riserve dipende dalle scelte metodologiche di natura statistica, le quali producono risultati diversi in funzione dei criteri di stima adottati, con la conseguenza che è naturale una tolleranza nel confrontare l'ammontare delle riserve sinistri con i risultati delle diverse stime attuariali;

- 11) si è assunto che sia realizzato l'aumento di capitale di Unipol per € 600 milioni con emissione di n. 600.000.000 azioni del valore nominale di € 1 ciascuna, godimento regolare, da offrire in opzione all'azionista unico UGF, di talché il capitale sociale di Unipol risulta, *post* aumento, pari a € 859.056.000 composto da n. 859.056.000 azioni di nominali € 1 ciascuna
- 12) si è assunto che Unipol, prima della data di efficacia civilistica della Fusione, distribuisca dividendi nella misura complessiva di € 150 milioni a valere sull'utile netto civilistico dell'esercizio 2012;
- 13) si è assunto che agli azionisti di risparmio di Milano siano assegnate azioni di risparmio Fonsai di categoria B.

Coerentemente con quanto ipotizzato, le azioni con riferimento alle quali offrire in concambio azioni Fonsai risultano le seguenti:

- n. 859.056.000 azioni ordinarie Unipol con riferimento alle quali offrire in concambio azioni ordinarie Fonsai;
- n. 709.933.401 azioni ordinarie Milano con riferimento alle quali offrire in concambio azioni ordinarie Fonsai;
- n. 2.124.082.360 (di cui 1.741.239.877 di proprietà di UGF) azioni ordinarie Premafin con riferimento alle quali offrire in concambio azioni ordinarie Fonsai;
- n. 100.966.271 azioni di risparmio Milano con riferimento alle quali offrire in concambio azioni di risparmio Fonsai di categoria B.

3. PRINCIPI DI RIFERIMENTO PER LA VALUTAZIONE

3.1 *La stima del valore*

La stima del valore del capitale economico di un'impresa deve avvenire mediante un articolato processo logico che conduca all'espressione di un giudizio di valutazione fondato su criteri e metodi razionali che permettano di catturare le determinanti del valore e di giungere ad un risultato il più possibile dimostrabile, oggettivo e stabile. La razionalità del metodo implica ovviamente un processo logico in sé coerente e dai più condivisibile. Il carattere di dimostrabilità del valore discende dalla possibilità di derivarlo dai dati disponibili mediante formule matematiche corrette e attraverso stime ricollegabili ai dati e alle informazioni; quello di oggettività implica che il valore non sia eccessivamente condizionato dalle scelte del valutatore, ancorché un certo grado di soggettività, com'è noto, è

ineliminabile in qualsiasi stima. Il requisito della stabilità del valore consiste nella invariabilità di esso se non per effetto di atti o eventi che determinino la creazione o la distruzione di valore.

Un processo di stima razionale, soprattutto quando è riferito a società quotate o comunque a grandi imprese, identifica misure di valore assolute, che scaturiscono dall'applicazione di criteri di stima analitici, e misure di valore relative, che sono derivate da prezzi di mercato mediante appropriate metodologie.

I criteri analitici sono molteplici e ciascuno si concentra su un differente aspetto della gestione ritenuto con maggiore immediatezza di altri un parametro corretto per misurare il valore complessivo.

I principali metodi di valutazione analitici, che come si è detto determinano misure di valore assolute, possono essere classificati, con riguardo al tipo di informazioni su cui si basano, distinguendo tra metodi finanziari, metodi reddituali e metodi patrimoniali. I metodi finanziari (*discounted cash-flows*, *dividend discount model*, ...) fondano la valutazione sulla ricchezza che l'impresa sarà capace di generare nel lungo termine, procedendo attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa netti generati prevedibilmente dall'attività produttiva; i metodi reddituali fondano la valutazione sulla capacità di produrre reddito dell'impresa, indipendentemente dal momento temporale in cui i profitti avranno manifestazione monetaria; i metodi patrimoniali, infine, esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore corrente dei singoli elementi che la compongono, facendo diretto riferimento ai prezzi che si dovrebbero pagare per ricostituire il patrimonio aziendale, nelle medesime ipotesi di composizione e di potenzialità produttiva.

Con riferimento all'attendibilità teorica e alla razionalità dei criteri di valutazione, l'ordine di preferibilità vede prima i metodi finanziari, poi quelli reddituali e da ultimo i metodi patrimoniali. La preferibilità dei metodi finanziari ha le sue radici nella considerazione che il valore del capitale economico di un'impresa è funzione dei flussi di cassa che essa potrà generare, i quali, soli, costituiscono una misura del valore creato e destinabile ad ulteriori investimenti o ai consumi. Il ricorso ad altre tipologie di criteri di stima è, in ultima analisi, riconducibile all'opportunità, e talvolta alla necessità, di valutare la generazione attesa di flussi di cassa da differenti prospettive attraverso metodologie maggiormente sintetiche che giungono all'obiettivo del giudizio di valutazione attraverso percorsi logici diversi. I metodi reddituali, ad esempio, costituiscono una *proxy* per giungere indirettamente ad un giudizio di valore corrispondente a quello che scaturirebbe da un processo fondato sui flussi di cassa: i risultati dei metodi reddituali tendono perciò a coincidere nel lungo termine con quelli dei metodi finanziari. I metodi patrimoniali di regola non possono esaurire il processo valutativo, perché nel lungo termine il valore patrimoniale di un bene o di un insieme coordinato di

beni deve riflettere i flussi di cassa che si possono ritrarre da quel bene o insieme se ad essi non si attribuiscono valenze diverse da quelle strettamente economiche (ad esempio, di prestigio, di piacere, affettive, ...). Per questa ragione non è infrequente il ricorso a metodi misti, che considerano dati patrimoniali e reddituali con l'obiettivo di esprimere un giudizio di valutazione che proceda attraverso il riferimento al valore di ricostituzione del patrimonio aziendale e il riferimento alla redditività attesa per l'impresa. Tali metodi hanno comunque natura prevalentemente reddituale, poiché il valore di ricostituzione del patrimonio viene corretto tenendo conto della redditività che il complesso dei beni è in grado di produrre.

I metodi di mercato, che determinano misure di valore relative, sono fondati sulla rilevazione di prezzi di mercato di società comparabili o di transazioni comparabili che, rielaborati con diverse metodologie, consentono di derivare un valore relativo del capitale azionario. La logica di questi metodi è in ultima analisi riconducibile a quella dei metodi reddituali o misti poiché si giunge ad inferire indirettamente la capacità di generare profitti da parte dell'impresa. Questi metodi, di carattere empirico, seguono processi logici semplificati, ma hanno il pregio di fornire la prospettiva degli investitori sul valore del capitale economico di un'impresa. Essi presuppongono che i prezzi registrati nei mercati riflettano le informazioni disponibili rilevanti per stimare i flussi di cassa attesi dall'attività d'impresa e che di conseguenza da essi si possa trarre un giudizio di valore. La questione, com'è noto, è controversa. Tuttavia, il nostro convincimento è che i metodi di mercato forniscano informazioni imprescindibili per il giudizio di valutazione sul rischio e il rendimento atteso dei diversi investimenti (e, infatti, anche nei criteri analitici questi parametri sono generalmente ricavati dai prezzi di mercato) le quali conferiscono maggiore oggettività al processo di valutazione. Per questa ragione, a nostro parere, è di fondamentale importanza associare, quando possibile, stime fondate su criteri di mercato alle stime basate su processi analitici, sicuramente più robusti sul piano logico, fornendo così al lettore entrambe le prospettive.

3.2 La valutazione delle imprese di assicurazione

La valutazione del capitale azionario di compagnie di assicurazione, in linea generale, presenta problematiche analoghe a quelle che si incontrano nella determinazione del valore di qualsiasi altra impresa. Tuttavia, nella scelta dei metodi e nell'identificazione delle variabili e dei parametri necessari per pervenire alla determinazione del valore occorre tener conto delle specificità dell'attività assicurativa, che possono essere così riepilogate:

- *business model*: il *business model* della compagnia influenza la metodologia di valutazione poiché nelle assicurazioni rientrano attività con profili di rischio-rendimento differenti (assicurazione

vita e assicurazione danni e, nell'ambito di ciascuna, diversi rami di attività) e quindi nella valutazione occorre tenere conto del *business model* e apprezzarlo con metodologie idonee, se del caso differenziate per area di business;

- rilevanza della dotazione patrimoniale: lo sviluppo dell'attività della compagnia di assicurazioni è condizionato dalla dotazione patrimoniale, che deve consentire il rispetto di prefissati requisiti (margine di solvibilità) in relazione alle attività svolte, e quindi nella valutazione occorre tener conto del grado di patrimonializzazione della compagnia e del rispetto del requisito di margine di solvibilità richiesto;
- correlazione al ciclo economico: l'attività assicurativa risente in misura significativa dell'andamento del ciclo economico e quindi nel considerare i dati storici e quelli dei piani bisogna tenerne adeguatamente conto;
- correlazione tra dimensione e redditività: la redditività delle compagnie è correlata alla dimensione del portafoglio premi perché la capacità di agire sulle tariffe è influenzata dalla quota di mercato e quindi nella stima occorre valutare con attenzione la coerenza tra la redditività producibile stabilmente e la dimensione del portafoglio.

Per le ragioni illustrate, nella valutazione delle compagnie di assicurazione sono idonei e utilizzati nella prassi, per quanto riguarda i criteri analitici, i seguenti metodi:

- *dividend discount model (DDM)* nella variante *excess capital*, che determina il valore del capitale della compagnia sulla base dei flussi di dividendo distribuibili agli azionisti, quantificati in misura tale da non intaccare il livello di patrimonializzazione necessario per lo svolgimento dell'attività;
- metodo dell'*appraisal value*, tipicamente utilizzato per le compagnie operanti nel ramo vita, che determina il valore della compagnia sommando al patrimonio netto riespresso a valori di mercato il valore attribuito al portafoglio di contratti assicurativi in essere (cosiddetto *value in force*) determinato scontando gli utili netti attesi in futuro da quel portafoglio e il valore attribuito all'apporto derivante dai contratti futuri che si prevede verranno stipulati (cosiddetto *new business*), quantificato sulla base di metodologie finanziarie e attuariali che tengono conto dei flussi attesi derivanti dalla nuova produzione; si tratta di un metodo di tipo misto, essendo il *value in force* e il *new business* espressione di un avviamento, stimato con logica reddituale, riconducibile al portafoglio in essere e alla futura nuova produzione.

Nel caso delle compagnie operanti in una pluralità di attività, anche di natura diversa da quella strettamente assicurativa, articolate in aree di *business* distinte, è frequente il ricorso al metodo della *sum of parts (SOP)*, che consiste nel determinare il valore della compagnia come somma dei valori delle singole *business unit* che la compongono, utilizzando per ciascuna di esse la metodologia più appropriata e tenendo conto degli specifici livelli di rischio e dei tassi di crescita attesi delle diverse aree di attività.

Per quanto riguarda i criteri di mercato, sono idonei e utilizzati nella prassi per la valutazione delle compagnie di assicurazione i seguenti metodi:

- metodo dei multipli di borsa, che determina il valore del capitale della compagnia sulla base dei prezzi espressi dal mercato per società di assicurazione comparabili;
- metodo della retta di regressione (*value map*), che determina il valore della compagnia tramite l'analisi della correlazione statistica – stimata prendendo a riferimento un campione di società comparabili – tra una variabile che esprime la redditività e un multiplo di mercato;
- metodo delle transazioni comparabili, che determina il valore del capitale della compagnia sulla base dei prezzi corrisposti in occasione di operazioni aventi ad oggetto il trasferimento di pacchetti azionari o di rami d'azienda di compagnie comparabili con quella da valutare.

3.3 *Le valutazioni per operazioni di fusione*

In occasione di operazioni di fusione, la valutazione del capitale azionario delle società coinvolte ha lo scopo di calcolare i valori unitari delle rispettive azioni da porre a confronto per giungere alla determinazione del rapporto di concambio. Di conseguenza, l'obiettivo della stima non è determinare il valore assoluto dei capitali di singole imprese, ma identificare dei valori raffrontabili, utili alla determinazione del rapporto di concambio, cioè dei valori relativi.

In quest'ottica, secondo un approccio consolidato nella prassi valutativa, si opera in conformità del principio di omogeneità delle metodologie in base al quale, per garantire la comparazione dei valori economici delle società che partecipano alla fusione, non solo si utilizzano i medesimi metodi, ma anche si applicano le stesse regole e gli stessi comportamenti nelle scelte valutative essenziali.

Un secondo principio cui sono improntate le valutazioni ai fini di fusione è quello di adottare un approccio di valutazione fondato sulla autonomia delle società (cosiddetta *stand alone valuation*) procedendo a stimare il valore economico delle società coinvolte prescindendo dalle eventuali sinergie che potrebbero realizzarsi in futuro per effetto della fusione; il concambio che ne deriva è quindi un concambio cosiddetto puro, basato sulla stima di quanto gli azionisti di ciascuna società sacrificano.

Inoltre, in caso di valutazioni ai fini di fusione, per garantire la robustezza dei risultati, si procede all'utilizzo di una pluralità di metodologie valutative, nella misura in cui ciò sia possibile in base ai dati e alle informazioni disponibili e sia opportuno, in relazione alle caratteristiche delle società da valutare. Il giudizio di valutazione deve scaturire dall'applicazione di diverse metodologie che forniscano contributi informativi non sovrapponibili e quindi complementari.

4. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI

4.1 Scelta dei metodi di valutazione

La scelta delle metodologie adatte ad esprimere il valore del capitale azionario delle quattro società coinvolte nella Fusione è stata effettuata considerando:

- ✓ la teoria economica e la prassi valutativa relativa alle imprese di assicurazione;
- ✓ la finalità dell'analisi, e cioè la stima di valori relativi che costituiscono la base per la determinazione dei rapporti di concambio per la Fusione;
- ✓ la circostanza che la Fusione riguarda imprese facenti parte del medesimo gruppo in conseguenza dell'acquisizione del controllo da parte di UGF sul gruppo Fonsai perfezionatasi il 19 luglio 2012 attraverso la sottoscrizione e liberazione dell'aumento di capitale di Premafin;
- ✓ le attività svolte da Unipol, Fonsai e Milano, i *business model* delle società e le loro caratteristiche operative;
- ✓ la natura di holding di partecipazione di Premafin e la funzione svolta dalla società nel Progetto di Integrazione;
- ✓ la circostanza che Fonsai, Milano e Premafin sono società con azioni quotate e che Unipol è interamente controllata da UGF, società anch'essa quotata;
- ✓ la natura e la quantità di informazioni disponibili;
- ✓ l'aumento di capitale prodromico alla Fusione che Unipol realizzerà nel quadro complessivo del Progetto di Integrazione.

Per quanto riguarda Unipol, Fonsai e Milano (di seguito le Compagnie), abbiamo ritenuto di applicare sia criteri analitici sia metodi di mercato al fine di formulare un giudizio di valutazione fondato su misure di valore assolute e relative per tener conto delle diverse prospettive.

Con riferimento ai criteri analitici, allo scopo di tenere compiutamente conto del fattore più rilevante per la creazione di valore per gli azionisti, e cioè la capacità di generazione di flussi di cassa

dell'impresa, è stato applicato per la valutazione di ciascuna compagnia, complessivamente considerata, un metodo *DDM* nella variante *excess capital*.

L'esigenza di tenere adeguatamente conto del *business model* delle Compagnie e di apprezzare quindi le differenze in termini di redditività, di rischio e di margine di solvibilità di ciascuna *business unit* che compone ogni compagnia, ci ha indotto all'adozione anche di un metodo *sum of parts (SOP)* nell'ambito del quale:

- ✓ le attività assicurative relative al ramo danni sono state valutate con il metodo *DDM* nella variante *excess capital*;
- ✓ le attività assicurative relative al ramo vita sono state valutate con il metodo dell'*appraisal value*;
- ✓ l'area di *business* relativa alle attività immobiliari è stata valutata con un metodo patrimoniale;
- ✓ Banca Sai, controllata al 100% da Fonsai, è stata valutata mediante un metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale;
- ✓ le altre aree di *business* di Fonsai sono risultate di scarso o nullo rilievo per la determinazione del valore di Fonsai;
- ✓ le componenti patrimoniali non allocabili alle *business unit* sono state considerate come addendo separato a valle del processo valutativo.

Con riferimento ai metodi di mercato, abbiamo ritenuto di applicare alle Compagnie:

- ✓ il metodo dei multipli di borsa;
- ✓ il metodo della retta di regressione (*value map*), per tenere conto della relazione esistente tra la redditività delle compagnie oggetto di valutazione e la loro dotazione patrimoniale.

Per quanto riguarda Premafin, alla luce della sua natura di holding che detiene la sola partecipazione in Fonsai e della funzione da essa svolta nel Progetto di Integrazione, abbiamo semplicemente riespresso il patrimonio netto della società valorizzando la partecipazione in Fonsai secondo la metodologia di volta in volta applicata.

Sono stati perciò determinati i valori di Premafin in corrispondenza del valore attribuito alla partecipazione diretta e indiretta in Fondiaria Sai mediante l'applicazione di ciascun criterio analitico e ciascun metodo di mercato, ottenendo quindi quattro distinti valori di Premafin, uno per ogni metodologia di valutazione adottata per le Compagnie.

All'esito delle stime del capitale azionario effettuate con ciascuna metodologia sono stati calcolati e indicati i rapporti di concambio risultanti da ognuno dei criteri applicati.

Si è quindi determinato, per ogni rapporto di concambio rilevante ai fini della Fusione, un intervallo di valori, definito dai risultati dell'applicazione di tutti i metodi, allo scopo di giungere ad un giudizio di valutazione il più completo possibile che apprezzi compiutamente i diversi approcci valutativi, di carattere analitico e di tipo empirico, cui si è ritenuto di ricorrere, attribuendo agli stessi pari dignità e dunque formulando il giudizio di sintesi sulla base delle risultanze ottenute senza procedere alla composizione o mediazione dei risultati, che in questo modo forniscono reciproco riscontro sulla rispettiva robustezza e informazioni sul valore derivanti dalle differenti prospettive.

La descrizione delle metodologie utilizzate è riportata nei paragrafi seguenti.

4.2 I metodi per la valutazione di Unipol, Fonsai e Milano

Come si è detto, per la valutazione del capitale azionario di Unipol, Fonsai e Milano mediante criteri di stima analitici sono stati adottati il metodo *DDM* nella variante *excess capital* e il metodo *sum of parts (SOP)*.

4.2.1 Dividend Discount Model (DDM) nella variante excess capital

Il metodo *DDM* nella versione cosiddetta pura determina il valore del capitale economico come sommatoria dell'ammontare, attualizzato in base al costo del capitale, dei dividendi distribuibili nell'orizzonte temporale per il quale sono possibili stime analitiche dei flussi di dividendo, e di un valore finale (*TV*) che esprime il valore dell'impresa alla fine del periodo di stima analitico:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k_e)^t} + \frac{TV}{(1+k_e)^n}$$

dove:

D_t = dividendo distribuibile nell'anno t

n = numero di anni per i quali si effettua una stima analitica dei flussi di dividendo

K_e = tasso di attualizzazione dei flussi di dividendo, espressione del costo del capitale

TV = valore terminale dell'impresa

Poiché, com'è noto, le compagnie di assicurazioni, in base alle norme di vigilanza prudenziale, sono tenute al rispetto di determinati requisiti patrimoniali (margine di solvibilità) in relazione alla rischiosità delle attività svolte, per valutare questa tipologia di società si utilizza di solito il metodo

DDM nella variante cosiddetta *excess capital*, in cui i flussi di cassa generati dalla società (D_t) si considerano distribuibili agli azionisti in misura tale da non intaccare il livello di patrimonializzazione necessario a sostenere lo sviluppo futuro atteso (quantificato selezionando un margine di solvibilità obiettivo).

L'applicazione della metodologia *DDM* nella variante *excess capital* si articola nelle seguenti fasi:

- individuazione del periodo di stima analitico;
- quantificazione dei dividendi distribuibili per ciascun anno, compatibili con il rispetto del margine di solvibilità obiettivo, determinato tenendo conto delle regole stabilite dalle autorità di vigilanza e del livello di patrimonializzazione di compagnie comparabili a quella oggetto di valutazione;
- quantificazione del costo del capitale (k_c), che è funzione del tasso di interesse conseguibile mediante investimenti privi di rischio, del premio di mercato (*market premium*) cioè del premio per l'investimento nel mercato azionario, e del beta della singola azione che rappresenta una misura di rischio sistematico del titolo;
- calcolo, al costo del capitale, del valore attuale dei dividendi distribuibili stimati analiticamente;
- calcolo del valore finale (*terminal value*), che può essere effettuato in base al dividendo dell'ultimo anno di stima analitico o in base all'utile dell'ultimo anno delle previsioni analitiche al netto di quanto necessario per gli investimenti per lo sviluppo dell'attività espresso dall'*investment rate* (la differenza esprime il flusso di cassa sostenibile nel lungo termine), in entrambi i casi incrementato del tasso di crescita stimato perpetuo degli utili g e attualizzato in rendita perpetua al costo del capitale k_c diminuito di g .

4.2.2 Metodo *Sum of Parts* (*SOP*)

Il metodo di valutazione *sum of parts* (*SOP*) consiste nel determinare il valore di un'impresa come somma dei valori delle singole *business unit* che la compongono.

Come si è detto, nella presente stima:

- ✓ le attività assicurative relative al ramo danni sono state valutate con il metodo *DDM* nella variante *excess capital*,
- ✓ le attività assicurative relative al ramo vita sono state valutate con il metodo dell'*appraisal value*,

- ✓ l'area di *business* immobiliare è stata valutata con metodo patrimoniale tenendo però conto nei valori dei cespiti dei rendimenti da essi ottenibili;
- ✓ Banca Sai, controllata al 100% da Fonsai, è stata valutata applicando un metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale;
- ✓ le altre aree di *business* sono risultate di rilievo scarso o nullo per determinare il valore di Fonsai;
- ✓ le componenti patrimoniali non allocabili alle *business unit* sono state considerate come addendo separato a valle del processo valutativo.

a) DDM nella variante excess capital (ramo danni)

Con riferimento al *DDM* nella variante *excess capital* adottato per la valutazione delle attività assicurative relative al ramo danni si rinvia a quanto illustrato nel paragrafo 4.2.1, precisando che l'applicazione alla singola area di *business* ha richiesto l'individuazione della frazione del patrimonio della compagnia allocato all'attività assicurativa danni, oltre che i dati economico-finanziari ad essa specificamente riferiti.

b) Metodo dell'Appraisal Value (ramo vita)

Il metodo dell'*Appraisal Value* è un metodo misto proposto in letteratura e frequentemente adottato nella prassi operativa per la valutazione delle compagnie di assicurazione sulla vita, il cui capitale economico viene valutato come somma di tre componenti:

- il valore di mercato del patrimonio netto (cosiddetto *adjusted net asset value-ANAV*) che viene calcolato sulla base del patrimonio netto contabile riesprimendo a valori di mercato l'attivo e il passivo e dunque tenendo conto di plusvalenze e minusvalenze latenti e del relativo effetto fiscale figurativo;
- il valore del portafoglio di polizze in essere (cosiddetto *value of in-force business-VIF*) calcolato come valore attuale dei flussi di cassa per l'azionista derivanti dallo sviluppo futuro dei soli contratti assicurativi già acquisiti dalla compagnia;
- il valore del portafoglio di polizze futuro (cosiddetto *value of new life business-NB*) calcolato come valore attuale dei flussi di cassa per l'azionista derivanti dallo sviluppo dei contratti assicurativi di futura acquisizione.

Si precisa che anche questa stima ha richiesto l'individuazione della frazione del patrimonio della compagnia allocato all'attività assicurativa vita.

c) Metodo patrimoniale (attività immobiliare)

Il metodo patrimoniale consiste nella determinazione del valore dell'azienda sulla base del patrimonio netto contabile riesprimendo a valori di mercato l'attivo e il passivo e tenendo conto del relativo effetto fiscale figurativo. Nella determinazione dei valori di mercato si tiene conto dei rendimenti attesi dei cespiti.

d) Metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale

Il metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale (utilizzato solo per Banca Sai) è un criterio di stima proposto in letteratura e frequentemente adottato nella prassi per la valutazione delle banche, che conduce a determinare il valore del capitale economico come somma di tre componenti:

- il valore del patrimonio netto, calcolato riesprimendo a valori di mercato le singole voci dell'attivo e del passivo che determinano il patrimonio netto contabile e tenendo conto del relativo effetto fiscale figurativo;
- il cosiddetto valore della raccolta, che è considerata per le banche un bene immateriale il quale, sebbene non espresso nelle sintesi contabili, presenta un valore negoziabile a sé stante in quanto è singolarmente apprezzabile la sua partecipazione alla combinazione produttiva; in particolare si considerano sia la raccolta diretta dalla clientela, cioè quella che è iscritta nel bilancio della banca tra i debiti, sia la raccolta indiretta, cioè quella iscritta nei conti d'ordine della banca perché composta da strumenti finanziari della clientela depositati presso la banca, che vengono valorizzate in modo empirico applicando coefficienti moltiplicativi ricavati dalla prassi peritale;
- la correzione reddituale, che esprime l'avviamento, positivo o negativo, derivante dal confronto tra la redditività attesa per l'azienda (espressa da un reddito medio normalizzato) e quella considerata "normale" per il tipo di investimento (calcolata applicando al patrimonio netto rettificato, comprensivo del valore della raccolta, un tasso di interesse che esprime il rischio di investimento nel settore di attività dell'azienda); in particolare il sovrareddito o sottoreddito così calcolato viene attualizzato per un limitato periodo di tempo a un selezionato tasso di attualizzazione.

Si tratta di un metodo che combina una valutazione analitica (quella patrimoniale-reddituale) con una componente di natura empirica (il valore delle masse di raccolta).

4.2.3 Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nell'applicare a talune grandezze patrimoniali e/o reddituali (patrimonio netto, utili, ecc.) dell'azienda oggetto di valutazione il rapporto tra il prezzo di borsa e le medesime grandezze (cosiddetti multipli: P/BV, P/E, ecc.) rilevato per società quotate comparabili.

In particolare, il processo valutativo prevede le seguenti fasi:

- si individua un campione di società quotate comparabili per attività e modello di *business* a quella da valutare;
- per ciascuna delle società appartenenti al campione si rilevano il prezzo di borsa e le grandezze rispetto alle quali si vuole condurre l'analisi;
- si determina il valore di ciascun multiplo rapportando il prezzo di borsa alle grandezze rilevate e si calcola il valore medio o mediano dei multipli all'interno del campione;
- si stima il valore della società da valutare moltiplicando la grandezza selezionata come rilevante per il valore medio o mediano dei multipli del campione utilizzato.

In pratica, i metodi di mercato assumono che gli investitori siano in grado di valutare correttamente una società, tenendo conto di tutte le informazioni pubblicamente disponibili e che i prezzi riflettano queste valutazioni ed inoltre che una società appartenente ad un determinato settore d'attività abbia una redditività attesa (riflessa nel multiplo scelto) coerente con quella media o mediana del proprio settore.

4.2.4 Metodo della retta di regressione (*value map*)

Il metodo della *value map* determina il valore della società analizzando la relazione matematica esistente tra la redditività e la dotazione patrimoniale di una società, tale relazione è stimata con l'utilizzo della regressione statistica lineare.

In particolare, il processo di valutazione prevede i seguenti passaggi:

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

$$m = a + b * r$$

dove m è il multiplo prescelto (dato dal rapporto tra il prezzo di mercato P e la grandezza economica o patrimoniale selezionata, d), r è l'indicatore di redditività selezionato, a e b sono rispettivamente l'intercetta e la pendenza della retta di regressione;

- si verifica la significatività statistica dei risultati ottenuti;
- si stima il valore della società sulla base del suo r , del suo d e dei parametri, a e b , stimati dalla regressione.

4.3 Il metodo per la valutazione di Premafin

Per la valutazione di Premafin, alla luce della sua natura di holding che detiene la sola partecipazione in Fonsai e della funzione svolta dalla società nel Progetto di Integrazione, si è scelto di riesprimere a valore di mercato la partecipazione in Fonsai sulla base dei risultati della valutazione del capitale azionario di Fonsai con ciascuna delle metodologie descritte nel paragrafo 4.2.

Analogamente, la valutazione della partecipazione in Finadin, che a sua volta detiene una partecipazione in Fonsai, riflette il valore stimato del capitale azionario di Fonsai con ciascuno dei criteri applicati.

5. SVILUPPO DELLE VALUTAZIONI E DETERMINAZIONE DEI RAPPORTI DI CONCAMBIO

Nel presente paragrafo si procede all'applicazione delle metodologie in precedenza descritte.

5.1 L'applicazione del Dividend Discount Model (DDM)

5.1.1 Identificazione dei flussi di dividendo distribuibili e dell'arco temporale di riferimento

Per l'applicazione del DDM nella variante *excess capital* è necessario quantificare i flussi di dividendo che l'impresa può distribuire senza intaccare un livello di patrimonializzazione prefissato (margine di solvibilità obiettivo).

A tal fine sono state utilizzate le proiezioni economiche e patrimoniali contenute nei piani industriali di Unipol, Fondiaria e Milano, elaborate dal management delle Compagnie con il supporto di un primario *advisor* industriale, assumendo che tali proiezioni costituiscano ad oggi le migliori e più accurate stime elaborabili tenendo conto delle specificità delle Compagnie e dell'andamento macroeconomico atteso.

Coerentemente con i piani industriali, il periodo di stima analitico dei flussi di cassa è stato assunto pari a 3,25 anni (quarto trimestre 2012 e anni 2013 – 2015).

Tenendo conto delle regole di vigilanza prudenziale e del livello di patrimonializzazione medio di compagnie comparabili, si è scelto di stabilire per l'attività assicurativa dei rami vita delle Compagnie un livello di margine obiettivo pari al 130% del margine richiesto ai sensi della normativa cosiddetta *solvency 1* e per l'attività assicurativa dei rami danni un livello di margine obiettivo pari al 160% del margine richiesto.

Il margine disponibile iniziale è stato aggiunto al risultato derivante dall'attualizzazione dei flussi di dividendo e del *terminal value* piuttosto che essere incluso nella quantificazione del primo flusso di cassa. Di conseguenza questo primo flusso ha segno negativo e ammontare pari al margine obiettivo e i flussi successivi sono determinati come differenza tra il margine disponibile in ciascun anno e il margine obiettivo.

L'ammontare dell'aumento di capitale di Unipol di € 600 milioni, che si traduce in un incremento del margine disponibile iniziale, è stato considerato solo in parte per riflettere gli effetti sul margine disponibile derivanti dall'omogeneizzazione delle differenti scelte contabili adottate dalle Compagnie relativamente ai bilanci consolidati IAS che sono stati presi a riferimento per la valutazione.

I dividendi di € 150 milioni che Unipol ha dichiarato di voler distribuire prima della data di efficacia civilistica della Fusione sono stati sottratti dal margine disponibile.

5.1.2 *Quantificazione del costo del capitale*

Il costo del capitale delle Compagnie è stato quantificato sulla base del *capital asset pricing model* (CAPM) applicando le seguenti ipotesi:

- ✓ tasso *risk-free* del 5,4%, corrispondente al rendimento medio dei BTP decennali nei 6 mesi precedenti la data della presente relazione di stima;
- ✓ premio per il rischio azionario pari al 6%, che riflette anche il rischio in questo periodo osservabile sul mercato per l'investimento in azioni di società che operano interamente nel nostro paese;
- ✓ beta prospettico delle Compagnie quantificato sulla base dei rendimenti giornalieri registrati dalle rispettive azioni (nel caso di Unipol si è considerata l'azione UGF) nei 5 anni precedenti la data della presente relazione di stima e aggiustato per tener conto del fenomeno di *mean reversion* verso il beta medio del settore (beta *adjusted*). Il mercato esprime, per le tre Compagnie, beta *adjusted* piuttosto simili. I dati di Fonsai e Milano, a nostro parere, risentono

della fase piuttosto lunga nella quale le compagnie erano sottoposte all'incertezza di realizzazione dell'aumento di capitale di Fonsai necessario per rispettare i margini di solvibilità. Per questa ragione riteniamo che, essendo stato realizzato interamente il previsto aumento di capitale di Fonsai, il rischio sistematico dell'investimento in azioni delle diverse Compagnie sia sostanzialmente lo stesso e di conseguenza abbiamo scelto di applicare, arrotondando i valori, un costo del capitale del 12% per tutte e tre le Compagnie.

I valori utilizzati per determinare il costo del capitale di ciascuna Compagnia sono riportati nella tabella seguente.

	Unipol	Fonsai	Milano
Tasso <i>risk-free</i>	5,4%	5,4%	5,4%
Premio per il rischio	6%	6%	6%
Beta <i>adjusted</i> della Compagnia	1,02	1,13	1,10
Costo del capitale	12%	12%	12%

5.1.3 Determinazione del terminal value

Il valore terminale è stato calcolato per ciascuna Compagnia sulla base dell'utile dell'ultimo anno di previsione analitica rettificato per esprimere un utile normalizzato sostenibile nel lungo termine da porre a base del calcolo del *terminal value*. In particolare:

- ✓ gli utili di lungo termine sono stati rideterminati sulla base di un *combined ratio* sostenibile nel lungo termine pari al 99%, quantificato tenendo conto dei dati storici del sistema assicurativo e della composizione e qualità dei portafogli delle Compagnie, in questo modo considerando anche la ciclicità del *business* assicurativo;
- ✓ nel caso di Fonsai e Milano i piani riflettono plusvalenze rivenienti dall'attività immobiliare che in parte possono essere considerate ricorrenti, perché l'investimento immobiliare per queste compagnie è una componente importante dell'*asset allocation* strategica dei propri investimenti e costituisce una vera e propria area di *business*; pertanto ai fini della quantificazione dell'utile di lungo termine:
 - per Fonsai si è inclusa nell'utile normalizzato una misura di plusvalenze pari alla media delle plusvalenze previste nei singoli anni di stima analitica del piano, che corrisponde all'1% circa del valore di mercato degli immobili dichiarato dalla compagnia;
 - per Milano, poiché la media delle plusvalenze nell'arco di piano conduce ad un valore più elevato di quello dell'ultimo anno di previsione, si è considerato come stabilmente producibile un valore di plusvalenze pari a quello del 2015, che corrisponde all'1,1% circa del valore di mercato degli immobili dichiarato dalla compagnia;

- ✓ i rendimenti della gestione finanziaria di Unipol, di Fonsai e di Milano e i loro effetti sugli utili delle Compagnie nell'orizzonte di stima analitica sono piuttosto differenti; per una stima di lungo termine come quella del *terminal value*, abbiamo ritenuto opportuno assumere che le Compagnie ottengano rendimenti finanziari più simili, seppur non uguali, per tener conto da un lato della diversa attuale composizione dei portafogli, dall'altro della circostanza che nel lungo termine le Compagnie ragionevolmente avranno una *asset allocation* strategica analoga e quindi *performance* meno differenti di quelle previste nei rispettivi piani industriali triennali le quali dipendono largamente dall'attuale composizione dei portafogli;
- ✓ il dato ottenuto in conseguenza delle rettifiche sopra indicate, rispetto alle quali si è considerato l'effetto fiscale in base al *tax rate* di piano, è stato poi prudenzialmente ridotto del 10% al fine di tenere conto della circostanza che lo sviluppo dell'attività richiede tendenzialmente un incremento del margine disponibile.

Il *terminal value* è stato calcolato applicando la formula:

$$TV = \frac{U_n \cdot (1 + g)}{(k_e - g)}$$

dove il tasso di crescita attesa degli utili g è stato assunto pari all'1,5%, che tiene anche conto delle previsioni di crescita modesta per l'economia italiana, e il costo del capitale k_e è pari al 12%.

5.1.4 Valutazione delle compagnie coinvolte nella Fusione

I flussi di cassa analitici e il *terminal value* sono stati attualizzati al costo del capitale.

Il valore del capitale azionario delle Compagnie risulta dalla sommatoria del margine disponibile iniziale, dei flussi di cassa analitici attualizzati e del *terminal value* attualizzato e, nel caso di Fonsai, dell'importo della rettifica per tener conto delle *minorities*.

(€ mln)	Unipol	Fonsai	Milano
Valore del capitale azionario	2.079	2.014	970

5.1.5 Valutazione di Premafin

Com'è noto, Premafin detiene direttamente ed indirettamente (per il tramite della controllata Finadin) soltanto la partecipazione in Fonsai e svolge unicamente la funzione di holding di partecipazioni. Di conseguenza la valutazione del capitale azionario di Premafin è stata effettuata semplicemente adeguando il valore della partecipazione detenuta direttamente e indirettamente da Premafin in Fonsai sulla base dei risultati della stima del valore del capitale azionario della compagnia.

In funzione del valore di Fonsai determinato con il metodo *DDM*, si ottiene un valore di Premafin pari a € 146 milioni come riportato nella tabella seguente.

(€ mln)	Premafin
Patrimonio netto	435
Rettifica Fondiaria	-289
Valore del capitale azionario	146

5.1.6 Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio

L'applicazione del metodo *DDM* ha condotto alla determinazione dei valori economici e dei rapporti di concambio riportati nelle tabelle seguenti.

(€ mln)	DDM
Valore del capitale azionario Fonsai	2.014
Valore del capitale azionario Unipol	2.079
Valore del capitale azionario Premafin	146
Valore del capitale azionario Milano	970

N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Unipol	1,448
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Premafin	0,041
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Milano	0,299
N. azioni di risparmio categoria B Fonsai per ogni azione di risparmio Milano	0,484

5.2 L'applicazione del metodo *Sum of Parts (SOP)*

5.2.1 Attività assicurative relative al ramo danni

Il metodo *DDM* con variante *excess capital* è stato applicato in maniera del tutto coerente con quanto illustrato al precedente paragrafo 5.1, utilizzando però i dati economici e patrimoniali relativi al solo ramo danni di ciascuna Compagnia.

In particolare:

- ✓ il periodo di stima analitica dei flussi di cassa è stato assunto pari a 3,25 anni (quarto trimestre 2012 e anni 2013 – 2015);
- ✓ gli utili netti di piano sono stati rettificati eliminando le componenti immobiliari, che sono state considerate nella valutazione dell'area di *business* immobiliare;
- ✓ il margine obiettivo è stato fissato pari al 160% del margine richiesto dalla normativa *solvency 1*;

- ✓ i flussi di cassa distribuibili sono stati quantificati seguendo il processo metodologico descritto al precedente paragrafo 5.1;
- ✓ il costo del capitale è stato quantificato in misura pari al 12% per tutte le Compagnie;
- ✓ il tasso di crescita attesa degli utili g è stato ipotizzato dell'1,5%;
- ✓ il *terminal value* è stato determinato a partire dall'utile dell'ultimo anno di piano eliminando la componente relativa alla *business unit* immobiliare e rettificando l'utile per riflettere sia il *combined ratio* di lungo termine del 99% per tutte le Compagnie sia il parziale allineamento dei rendimenti della gestione finanziaria delle Compagnie nel lungo termine in maniera analoga a quanto spiegato nel precedente paragrafo 5.1; il risultato ottenuto dopo le rettifiche (al netto dell'effetto fiscale), è stato poi prudenzialmente ridotto del 10%, per le medesime ragioni esposte al paragrafo 5.1;
- ✓ i flussi di cassa analitici e il *terminal value* sono stati attualizzati al costo del capitale;
- ✓ il valore del capitale economico del ramo danni delle Compagnie risulta dalla sommatoria del margine disponibile iniziale, dei flussi di cassa analitici attualizzati e del *terminal value* attualizzato e, nel caso di Fonsai, dell'importo della rettifica per tener conto delle *minorities*.

(€ mln)	Unipol	Fonsai	Milano
Valore ramo danni	1.250	668	282

5.2.2 Attività assicurative relative al ramo vita

La valutazione delle attività assicurative delle Compagnie nel ramo vita è stata condotta attraverso l'applicazione del metodo dell'*appraisal value*, che, come si è ricordato, richiede la determinazione del valore di mercato del patrimonio netto (cosiddetto *adjusted net asset value-ANAV*), del valore del portafoglio di polizze in essere (cosiddetto *value of in-force business-VIF*) e del valore del portafoglio di polizze futuro (cosiddetto *value of new life business-NB*).

a) Determinazione dell'ANAV

L'*ANAV* è stato calcolato a partire dal patrimonio netto allocato al ramo vita di ciascuna Compagnia (nel caso di Fonsai e Milano stimato sulla base dei margini civilistici al 30 settembre 2012 delle varie società che compongono il gruppo Fonsai), procedendo:

- ✓ all'eliminazione degli attivi immateriali;

- ✓ alla quantificazione a valore di mercato degli strumenti finanziari classificati da detenere sino alla scadenza, dei finanziamenti e dei crediti inclusi nel patrimonio libero vita (per la sola quota di pertinenza di ogni gruppo, dunque escludendo il patrimonio di pertinenza di terzi);
- ✓ alla rettifica dei valori di bilancio degli strumenti finanziari detenuti da ciascuna Compagnia e classificati come disponibili per la vendita o detenuti per la negoziazione e relativi ai portafogli sottostanti alle polizze vita eliminando, quindi, le plusvalenze e le minusvalenze al netto della cosiddetta *shadow*, cioè delle minusvalenze di pertinenza degli assicurati; questa rettifica è stata necessaria per assicurare la coerenza tra i valori di *ANAV* e quelli di *VIF* quantificati dagli attuari delle Compagnie essendo stati considerati in quella sede il realizzo delle plusvalenze e delle minusvalenze;
- ✓ all'applicazione di un'aliquota fiscale (ove applicabile) pari al 34,32%.

I risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente, nella quale i dati di Fonsai sono espressi al netto delle *minorities*.

(€ mln)	Unipol	Fonsai	Milano
ANAV	838	855	321

b) Determinazione del VIF

Il *VIF* è stato calcolato dagli attuari di ciascuna Compagnia sulla base dell'applicazione di una metodologia omogenea che si fonda sul confronto tra la struttura per scadenze delle passività verso gli assicurati, determinata con metodologie statistiche, e la struttura per scadenze del portafoglio di strumenti finanziari, stimando, sulla base di un modello di tipo deterministico, i flussi di cassa che saranno generati naturalmente dal portafoglio e quelli dovuti alle compravendite di strumenti finanziari necessarie per far fronte alle passività e in relazione alle quali sono state stimate le plusvalenze e le minusvalenze che di volta in volta saranno realizzate.

Nella presente stima i dati forniti dalle Compagnie sono stati rettificati per considerare, coerentemente con quanto effettuato nell'applicazione del metodo *DDM* al paragrafo 5.1, un margine di solvibilità obiettivo del 130%.

I risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente, nella quale i dati di Fonsai sono espressi al netto delle *minorities*.

(€ mln)	Unipol	Fonsai	Milano
VIF (margine 130%)	107	213	92

c) Determinazione del NB

Il valore del NB è stato calcolato a partire dal volume di un anno di nuova produzione indicato da ciascuna Compagnia considerando un margine di solvibilità obiettivo del 130% e applicando un multiplo quantificato sulla base del costo del capitale delle Compagnie.

I risultati ottenuti sono riportati nella tabella seguente, nella quale i dati di Fonsai sono espressi al netto delle *minorities*.

(C mln)	Unipol	Fonsai	Milano
NB (margine 130%)	66	134	23

d) Risultati

Il valore del ramo vita delle Compagnie risulta dalla sommatoria dell'ANAV, del VIF e del NB ed è riportato nella tabella seguente.

(C mln)	Unipol	Fonsai	Milano
Valore ramo vita	1.011	1.202	436

5.2.3 *Area di business relativa alle attività immobiliari*

La valutazione dell'area di *business* immobiliare è stata condotta, sulla base dei dati e delle perizie fornite dalle Compagnie, riesprimendo a valore di mercato il patrimonio netto contabile e in particolare riflettendo le plusvalenze latenti sugli immobili al netto del relativo effetto fiscale. L'entità delle plusvalenze latenti dichiarata dalle singole Compagnie è stata ridotta, secondo ragionevole prudenza, per tener conto dell'evoluzione negativa registrata dal mercato immobiliare successivamente alle date delle perizie disponibili, delle obiettive difficoltà nel conseguire le ipotizzate plusvalenze in tempi ravvicinati e, soprattutto nel caso di Fonsai, dell'esistenza di specifiche situazioni potenzialmente problematiche.

Il valore del ramo immobiliare delle Compagnie è riportato nella tabella seguente.

(C mln)	Unipol	Fonsai	Milano
Valore <i>business unit</i> immobiliare	82	546	542

5.2.4 *Altre aree di business*

La valutazione delle altre aree di *business* riguarda esclusivamente Fonsai e attiene alla partecipazione in Banca Sai, controllata al 100%, e ad altre attività diversificate.

GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

a) Banca Sai

Banca Sai è stata valutata applicando un metodo patrimoniale complesso con correzione reddituale. In particolare:

- ✓ si è calcolato il patrimonio netto rettificato eliminando gli attivi immateriali e riesprimendo a valore di mercato l'attivo e il passivo al netto dell'effetto fiscale figurativo (ove applicabile);

(€ mln)	
Patrimonio netto rettificato	75

- ✓ si è valorizzata la raccolta (escludendo quella infragruppo) applicando coefficienti moltiplicativi pari al 3% per la raccolta diretta, allo 0,9% per la raccolta indiretta gestita e allo 0,5% per la raccolta indiretta amministrata, sulla base dell'esperienza della prassi peritale e tenendo conto che Banca Sai ha masse diverse da quelle *captive* molto ridotte e quindi ragionevolmente meno stabili di banche di più grandi dimensioni;

(importi in € mln)	Masse	Coefficiente	Valore
Raccolta diretta presso terzi	225	3,0%	7
Risparmio gestito di terzi	142	0,9%	1
Risparmio amministrato di terzi	516	0,5%	3
Totale	883		11

- ✓ si è calcolata una correzione reddituale sulla base della differenza, di segno negativo, tra il reddito medio normale (ipotizzato pari all'utile 2015) e il rendimento conseguibile da un investimento alternativo (calcolato applicando il costo del capitale del 12% al patrimonio netto rettificato incrementato del valore della raccolta); questa differenza è stata considerata per 7 anni ad un tasso del 12% (pari al rendimento del capitale investito, come d'uso in presenza di *badwill*).

(€ mln)	
Correzione reddituale	-29

Il valore ottenuto per Banca Sai è riportato nella tabella seguente.

(€ mln)	
Patrimonio netto rettificato	75
Valore della raccolta	11
Correzione reddituale	-29
Valore del capitale azionario di Banca Sai	57

b) Altre aree di attività

Le attività diversificate, sulla base del piano industriale del gruppo Fonsai, mostrano complessivamente un reddito nullo nel 2015 e negativo negli anni precedenti. E' pertanto ragionevole

stimare che questa area di *business* non fornisca un contributo da tenere in considerazione per determinare il valore di Fonsai.

5.2.5 Componenti patrimoniali non allocate

Nell'ambito della valutazione delle aree di *business* di cui ai paragrafi precedenti non sono state considerate, in quanto non allocabili a singole *business unit*, talune componenti patrimoniali, che perciò sono state sommate o sottratte in funzione del loro segno a valle del processo valutativo.

Innanzitutto si è rettificato il valore della voce iscritta all'attivo "imposte differite", che è incluso per intero nei dati patrimoniali utilizzati per la valutazione delle singole *business unit* delle Compagnie; la rettifica riflette l'attualizzazione del valore lordo, sulla base del costo del capitale delle Compagnie, per tener conto della circostanza che il beneficio fiscale verrà conseguito nel tempo in corrispondenza degli utili che saranno prodotti.

Inoltre, nel caso di Unipol, si deve aggiungere l'ammontare dell'aumento di capitale, che è stato considerato solo in parte per riflettere gli effetti derivanti dall'omogeneizzazione delle differenti scelte contabili adottate dalle Compagnie relativamente ai bilanci consolidati IAS che sono stati presi a riferimento per la valutazione, e sottrarre i dividendi di € 150 milioni che Unipol ha dichiarato di voler distribuire prima della data di efficacia civilistica della Fusione.

5.2.6 Valutazione delle Compagnie coinvolte nella Fusione

Sulla base delle stime condotte con le modalità illustrate nei precedenti paragrafi, il valore del capitale azionario delle Compagnie è quello riportato nella tabella seguente.

(€ mln)	Unipol	Fonsai	Milano
Ramo vita	1.011	1.202	436
Ramo danni	1.250	668	282
Attività immobiliare	82	546	542
Altre attività	-	57	-
Componenti patrimoniali non allocate	123	-231	-27
Valore del capitale azionario	2.466	2.241	1.233

5.2.7 Valutazione di Premafin

Adeguando il valore della partecipazione detenuta direttamente ed indirettamente da Premafin in Fonsai (per mezzo della controllata Finadin) sulla base dei risultati della valutazione del capitale azionario di Fonsai effettuata con il metodo *SOP*, si ottiene il valore di Premafin riportato nella tabella seguente.

(€ mln)	Premafin
Patrimonio netto	435
Rettifica Fondiaria	-227
Valore del capitale azionario	208

5.2.8 Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio

L'applicazione del metodo SOP ha condotto alla determinazione dei valori economici e dei rapporti di concambio riportati nelle tabelle seguenti.

(€ mln)	SOP
Valore del capitale azionario Fonsai	2.241
Valore del capitale azionario Unipol	2.466
Valore del capitale azionario Premafin	208
Valore del capitale azionario Milano	1.233

N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Unipol	1,544
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Premafin	0,052
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Milano	0,341
N. azioni di risparmio categoria B Fonsai per ogni azione di risparmio Milano	0,553

5.3 L'applicazione del metodo dei multipli di borsa

5.3.1 Selezione del campione di riferimento

Com'è noto, la selezione del campione di società quotate comparabili richiede sempre un compromesso tra l'ampiezza e il grado di omogeneità del campione rispetto alla società da valutare.

Nel caso in esame si è selezionato un campione che contiene compagnie operanti nel mercato assicurativo europeo comparabili alle società oggetto di valutazione in termini di modello di *business*. Tale campione è stato costruito anche considerando i principali *comparables* generalmente utilizzati nei loro studi dagli analisti finanziari come termini di raffronto per la valutazione delle azioni di Fonsai, Milano e UGF.

Il campione contiene compagnie di differente dimensione. Tuttavia, si è preferito privilegiare l'ampiezza del campione al fine di ottenere una maggiore rappresentatività del settore assicurativo europeo. L'utilizzo della media del multiplo di riferimento mitiga gli effetti della non perfetta omogeneità del campione.

Il campione di riferimento è mostrato nella tabella seguente.

Società	Paese	Capitalizzazione (€ mln)
Allianz	Germania	47.328
Axa	Francia	30.627
Zurich	Svizzera	29.414
Generali	Italia	20.597
Sampo	Finlandia	13.686
Aviva	Regno Unito	13.381
Mapfre	Spagna	6.988
Helvetia	Svizzera	2.424
Catalana	Spagna	1.489

Fonte: Bloomberg, data di rilevazione 14 dicembre 2012

5.3.2 Identificazione dei multipli da utilizzare e dell'arco temporale di riferimento

Per la valutazione delle Compagnie con il metodo dei multipli di borsa si è scelto di considerare l'indicatore *price/earnings* (P/E) sia per la sua semplicità sia per la riconosciuta correlazione tra utili e valore corrente di una società.

In particolare, tale multiplo rapporta la capitalizzazione di borsa agli utili netti (storici o prospettici) di una società rettificati da componenti straordinarie ed è quindi interpretabile come una misura di redditività del capitale azionario, la qual cosa risulta evidente se si considera il reciproco del multiplo, ovvero il rapporto tra utili netti e capitalizzazione di borsa. L'idea sottostante l'utilizzo di questo multiplo è che una società appartenente al settore assicurativo, in questo caso europeo, dovrebbe avere una redditività del capitale azionario (misurata dal P/E) coerente con la media del settore.

I metodi di mercato generalmente prendono a riferimento utili normalizzati in quanto l'obiettivo della valutazione è di analizzare la redditività futura di una società, indipendentemente da eventi straordinari che si possono verificare solamente in alcuni specifici anni della vita societaria.

In tali metodi è opportuno evitare, o almeno limitare, eventuali rettifiche soggettive da parte del valutatore sui dati di mercato, in quanto si assume che gli investitori siano razionali e abbiano già incorporato tutte le informazioni pubbliche disponibili nel prezzo di borsa di una società.

L'arco temporale preso a riferimento è quello degli anni 2014 e 2015 sulla base dell'ipotesi che l'utile di Fonsai, essendo la compagnia attualmente in *turnaround*, si normalizzerà e diventerà ricorrente solo dal 2014 in poi.

I P/E relativi al 2014 e al 2015 delle società appartenenti al campione sono stati ricavati da Bloomberg e rappresentano una media delle stime relative ai P/E *expected* effettuata dai principali analisti di mercato. La tabella seguente mostra la media di settore del multiplo prospettico considerato.

Società	P/E 2014	P/E 2015
Generali	9,2	7,9
Aviva	6,7	5,6
Axa	6,2	5,9
Mapfre	6,6	7,6
Sampo	9,9	11,1
Catalana	7,0	4,9
Zurich	8,5	8,1
Allianz	8,2	8,2
Helvetia	7,9	7,4
Media	7,8	7,4

Fonte: Bloomberg, data di rilevazione 14 dicembre 2012

5.3.3 Valutazione delle compagnie coinvolte nella Fusione

Si è quindi scelto di considerare gli utili prospettici normalizzati delle compagnie coinvolte nella Fusione relativi agli anni 2014 e 2015.

Per quanto riguarda gli utili attesi delle Compagnie da impiegare per la valutazione, si sono presi a riferimento i dati di utile prospettico relativi agli anni 2014 e 2015 contenuti nei piani industriali, rettificandoli di alcune componenti straordinarie.

In particolare, per quanto riguarda Fonsai e Milano, analogamente a quanto effettuato nella quantificazione del *terminal value* in sede di applicazione del DDM e con i medesimi criteri, una quota di plusvalenze immobiliari è stata considerata stabilmente producibile, e quindi riflessa nell'utile normalizzato posto a base dell'applicazione del metodo dei multipli.

Per quanto riguarda Unipol, si è scelto di considerare l'aumento di capitale pari a € 600 milioni (importo diminuito della citata distribuzione di dividendi di € 150 milioni) calcolando il maggior utile generato da tale somma sulla base del rendimento medio dei titoli a copertura delle riserve vita previsto per il 2015.

Utilizzando le ipotesi sopra esposte il valore delle Compagnie risulta pari a € 2.606 milioni per Unipol, a € 2.293 milioni per Fonsai e ad € 1.082 milioni per Milano, come riportato nella tabella seguente.

Anno	2014	2015	2014	2015	2014	2015
P/E medio settore	7,8	7,4	7,8	7,4	7,8	7,4
(€ mln)	Unipol		Fonsai		Milano	
Utile normalizzato	354	330	300	302	146	138
Valore del capitale azionario	2.767	2.445	2.346	2.239	1.142	1.023
Media (2014-2015)	2.606		2.293		1.082	

5.3.4 Valutazione di Premafin

Adeguando il valore della partecipazione detenuta direttamente ed indirettamente da Premafin in Fonsai sulla base dei risultati della valutazione del capitale azionario di Fonsai effettuata con il metodo dei multipli di borsa, si ottiene un valore di Premafin pari a € 221 milioni, come riportato nella tabella seguente.

(€ mln)	Premafin
Patrimonio netto	435
Rettifica Fondiaria	-214
Valore del capitale azionario	221

5.3.5 Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio

L'applicazione del metodo dei multipli di borsa ha condotto alla determinazione dei valori economici e dei rapporti di concambio riportati nelle tabelle seguenti.

(€ mln)	Multipli
Valore del capitale azionario Fonsai	2.293
Valore del capitale azionario Unipol	2.606
Valore del capitale azionario Premafin	221
Valore del capitale azionario Milano	1.082

N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Unipol	1,595
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Premafin	0,054
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Milano	0,293
N. azioni di risparmio categoria B Fonsai per ogni azione di risparmio Milano	0,474

5.4 L'applicazione del metodo della retta di regressione (value map)

5.4.1 Selezione del campione di riferimento

Il metodo *value map* è stato applicato utilizzando il medesimo campione preso a riferimento per il metodo dei multipli di borsa.

Società	Paese	Capitalizzazione (€ mln)
Allianz	Germania	47.328
Axa	Francia	30.627
Zurich	Svizzera	29.414
Generali	Italia	20.597
Sampo	Finlandia	13.686
Aviva	Regno Unito	13.381
Mapfre	Spagna	6.988
Helvetia	Svizzera	2.424
Catalana	Spagna	1.489

Fonte: Bloomberg, data di rilevazione 14/12/2012.

5.4.2 Selezione dei parametri per la regressione statistica e dell'arco temporale di riferimento

Il metodo *value map* è stato applicato regredendo (con una regressione statistica lineare) il rapporto tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto rettificato degli attivi immateriali (*Price/Tangible Equity* o *P/TE*) e la redditività dell'anzidetto patrimonio, espressa dall'indicatore *ROATE* (*Return on Average Tangible Equity*¹), delle società comparabili.

Analogamente a quanto fatto per l'applicazione del metodo dei multipli di borsa, e per le medesime ragioni, si è effettuata l'analisi con riferimento ai dati prospettici relativi agli anni 2014 e 2015. In particolare la regressione è stata calcolata tra:

Media ad un mese del prezzo di borsa / TE riferito all'anno n

e

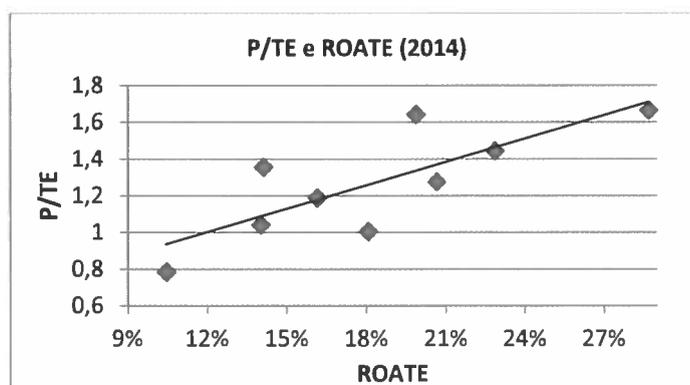
Utili netti rettificati dell'anno n / media del TE tra (n-1) e n

I dati relativi al campione sono riportati nella tabella seguente.

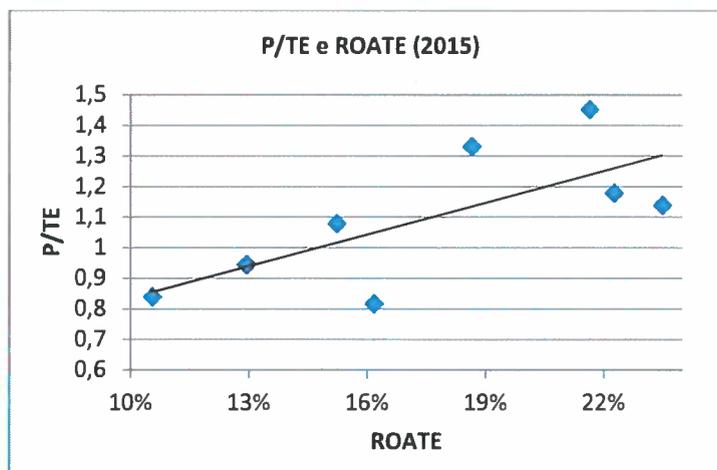
Società	P/TE		ROATE	
	2014	2015	2014	2015
Generali	1,6	1,3	20%	19%
Aviva	1,3	1,1	21%	23%
Axa	1,0	0,8	18%	16%
Mapfre	1,7	1,5	29%	22%
Sampo	1,4	n.d.	14%	n.d.
Catalana	1,4	1,2	23%	22%
Zurich	1,2	1,1	16%	15%
Allianz	1,0	0,9	14%	13%
Helvetia	0,8	0,8	10%	11%

Fonte: Bloomberg, data di rilevazione 14/12/2012.

La relazione tra queste due grandezze è mostrata nelle figure seguenti.



¹ Il ROATE rappresenta il rapporto tra gli utili netti dell'anno *n* e la media tra il patrimonio netto tangibile dell'anno *n-1* e dell'anno *n*.



Sebbene entrambe le regressioni siano statisticamente significative al 95%, per tener conto della maggiore significatività statistica² della regressione relativa al 2014 si è scelto di pesare 2/3 il valore del capitale azionario ottenuto con la regressione 2014 e 1/3 quello con la regressione 2015.

5.4.3 Valutazione delle compagnie coinvolte nella Fusione

Per quanto riguarda i valori di *tangible equity* (TE) e di ROATE delle Compagnie da valutare si sono presi a riferimento i dati contenuti nei piani industriali delle Compagnie. Gli utili normalizzati sono stati rettificati come descritto nel paragrafo 5.3.3; anche i patrimoni netti tangibili risultanti dai piani sono stati resi coerenti con le rettifiche apportate agli utili.

Sulla base dei dati riportati nei paragrafi precedenti e delle ipotesi sopra esposte, si è determinato il valore delle Compagnie, pari a € 2.254 milioni per Unipol, a € 2.032 milioni per Fonsai e ad € 1.084 milioni per Milano, come riportato nella tabella seguente.

Anno	2014	2015	2014	2015	2014	2015
Intercetta	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
Pendenza	4,3	3,5	4,3	3,5	4,3	3,5
(€ mln)	Unipol		Fonsai		Milano	
P/TE stimato	1,4	1,1	1,4	1,1	1,1	1,0
Valore del capitale azionario	2.372	2.017	2.100	1.897	1.132	988
Media (2/3)*2014 e (1/3)*2015	2.254		2.032		1.084	

5.4.4 Valutazione di Premafin

Adeguando il valore della partecipazione detenuta direttamente ed indirettamente da Premafin in Fonsai sulla base dei risultati della valutazione del capitale azionario di Fonsai effettuata con il

² La regressione relativa al 2015 riflette l'assenza di un dato non disponibile in Bloomberg relativo alla società Sampo ed è quindi stata calcolata utilizzando un campione di 8 società e non di 9.

metodo della *value map*, si ottiene un valore di Premafin pari a € 151 milioni, come riportato nella tabella seguente.

(€ mln)	Premafin
Patrimonio netto	435
Rettifica Fondiaria	-284
Valore del capitale azionario	151

5.4.5 Sintesi dei risultati e determinazione dei rapporti di concambio

L'applicazione del metodo della *value map* ha condotto alla determinazione dei valori economici e dei rapporti di concambio riportati nelle tabelle seguenti.

(€ mln)	Value map
Valore del capitale azionario Fonsai	2.032
Valore del capitale azionario Unipol	2.254
Valore del capitale azionario Premafin	151
Valore del capitale azionario Milano	1.084

N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Unipol	1,556
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Premafin	0,042
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Milano	0,331
N. azioni di risparmio categoria B Fonsai per ogni azione di risparmio Milano	0,536

6. PROCEDURE DI VERIFICA

Relativamente alle valutazioni contenute nella presente relazione di stima, le principali procedure di verifica sono state le seguenti:

- ✓ abbiamo discusso con il management di UGF e di Unipol i dati e le informazioni contenuti nei documenti fornitici, rilevanti per l'espletamento dell'incarico;
- ✓ sono stati verificati i piani industriali 2012-2015 delle società coinvolte nella Fusione e le indicazioni numeriche in essi contenute esclusivamente sotto il profilo della ragionevolezza, della continuità, dell'omogeneità e della coerenza delle ipotesi;
- ✓ i risultati ottenuti con l'applicazione dei criteri di stima sono stati sottoposti ad analisi di sensitività finalizzate a verificare la sensibilità dei valori al variare dei principali parametri della stima; l'analisi ha confermato la significatività dei risultati ottenuti;

- ✓ non ci risulta che nel periodo intercorso tra la data di riferimento della valutazione e la data della presente relazione di stima siano intervenuti fatti o eventi che comportino modifiche sostanziali agli elementi presi a riferimento per le nostre valutazioni.

7. PRINCIPALI DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE

Le principali difficoltà incontrate nelle analisi effettuate per redigere la presente relazione di stima sono riportate nel seguito.

- 1) Utilizzo del bilancio consolidato quale riferimento principale per la determinazione del patrimonio netto rettificato e dei flussi di risultato attesi. L'impiego del bilancio consolidato, reso necessario per l'ampia articolazione dei gruppi di cui fanno parte le società coinvolte nella Fusione, genera alcune complessità nel processo di rettifica dei patrimoni e dei redditi in ragione della presenza di quote di minoranza.
- 2) Incompletezza dei dati divisionali per aree di business. L'applicazione del metodo *sum of parts* ha richiesto l'utilizzo di dati economici e patrimoniali relativi alle singole aree di business in cui operano le società coinvolte nella Fusione, i quali non risultano dai bilanci e solo in taluni casi sono stati forniti, rendendo necessario, in caso di loro assenza o incompletezza, procedere all'allocazione delle voci alle *business unit* sulla base di ipotesi. In particolare, l'allocazione dei margini disponibili ha comportato, in taluni casi, la necessità di ricorrere a stime. L'allocazione patrimoniale è stata fatta sui dati contabili forniti.
- 3) Utilizzo di dati previsionali. L'applicazione delle diverse tecniche di valutazione ha reso necessario utilizzare i dati di natura previsionale contenuti nei piani industriali 2012-2015 delle società coinvolte nella Fusione e quindi tener conto dei profili di incertezza che tali dati per loro natura contengono.
- 4) Omogeneizzazioni. L'applicazione di alcune metodologie di valutazione ha richiesto, per talune stime, di rendere omogenei tra le compagnie di assicurazione coinvolte nella Fusione i dati di input utilizzati nei processi di stima.
- 5) Status di società non quotata di Unipol. Essendo Unipol una società non quotata, ai fini della quantificazione del costo del capitale, si sono presi a riferimento i dati di mercato relativi alle azioni della controllante UGF, la qual cosa costituisce un'inevitabile approssimazione.
- 6) Esistenza di azioni ordinarie e di risparmio. Il calcolo del valore unitario delle azioni in presenza di diverse categorie richiede di ripartire il valore del capitale azionario di ciascuna

società sulla base di un criterio convenzionale che, secondo prassi, si fonda sul rapporto tra i prezzi di borsa delle azioni di diverse categorie osservati in un periodo assunto come rilevante.

- 7) Patrimonio immobiliare. Ai fini dell'analisi la valorizzazione del patrimonio immobiliare si è basata sui dati di bilancio infra-annuali al 30 settembre 2012 e sulle perizie effettuate per conto delle società ai fini della predisposizione dei bilanci relativi al 2011.

8. SINTESI DELLE VALUTAZIONI E RAPPORTI DI CONCAMBIO

L'applicazione dei criteri di valutazione illustrati nella presente relazione di stima ha condotto a individuare i valori economici e i rapporti di concambio riportati di seguito.

(Cml)	DDM	SOP	Multipli	Value map
Valore del capitale azionario Fonsai	2.014	2.241	2.293	2.032
Valore del capitale azionario Unipol	2.079	2.466	2.606	2.254
Valore del capitale azionario Premafin	146	208	221	151
Valore del capitale azionario Milano	970	1.233	1.082	1.084

	DDM	SOP	Multipli	Value map	Intervallo da nostre stime	Concambio delibera
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Unipol	1,448	1,544	1,595	1,556	1,448-1,595	1,497
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Premafin	0,041	0,052	0,054	0,042	0,041-0,054	0,050
N. azioni ordinarie Fonsai per ogni azione ordinaria Milano	0,299	0,341	0,293	0,331	0,293-0,341	0,339
N. azioni di risparmio categoria B Fonsai per ogni azione di risparmio Milano	0,484	0,553	0,474	0,536	0,474-0,553	0,549

9. CONCLUSIONI

Con riferimento alla natura e alle finalità dell'incarico enunciate nei paragrafi 1, 2.2 e 2.3, con le limitazioni indicate nel paragrafo 2.5 e le difficoltà segnalate nel paragrafo 7, sulla base della documentazione di riferimento riportata nel paragrafo 2.6, delle ipotesi elencate nel paragrafo 2.7, dei principi indicati nel paragrafo 3 e dei criteri metodologici illustrati nel paragrafo 4 e sviluppati nel paragrafo 5, abbiamo proceduto nel paragrafo 8 a individuare un intervallo per ciascuno dei rapporti di concambio nell'ambito dell'operazione di Fusione descritta al paragrafo 2.1.

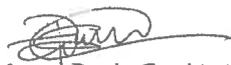
Sulla base del confronto ragionato degli esiti ottenuti dall'applicazione dei differenti metodi di valutazione che abbiamo scelto di adottare, riteniamo che i rapporti di concambio che il consiglio di amministrazione di Unipol intende proporre all'assemblea:

- a) n. 1,497 azioni ordinarie Fonsai, godimento regolare, per ogni azione ordinaria Unipol;
- b) n. 0,050 azioni ordinarie Fonsai, godimento regolare, per ogni azione ordinaria Premafin;
- c) n. 0,339 azioni ordinarie Fonsai, godimento regolare, per ogni azione ordinaria Milano;
- d) n. 0,549 azioni di risparmio Fonsai di categoria B, godimento regolare, per ogni azione di risparmio Milano;

siano congrui dal punto di vista finanziario per gli azionisti di Unipol.

Nell'ipotesi in cui l'esecuzione della Fusione intervenisse con esclusione di Milano per le ragioni illustrate nel paragrafo 2.1, i rapporti di concambio sopra indicati alle lettere a) e b) non necessiterebbero di modifiche e pertanto verrebbe confermata la nostra opinione di congruità.

Milano, 20 dicembre 2012


(*prof. avv. Paolo Gualtieri*)

www.unipol.it