

COMUNICATO DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI UGF ASSICURAZIONI S.p.A., REDATTO AI SENSI E PER GLI EFFETTI DELL'ART. 103, COMMA 3, DEL D. LGS. 24 FEBBRAIO 1998, N. 58, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO E INTEGRATO (DI SEGUITO, IL "TUF") E DELL'ART. 39 DEL REGOLAMENTO APPROVATO DALLA CONSOB CON DELIBERA 14 MAGGIO 1999, N. 11971, COME SUCCESSIVAMENTE MODIFICATO E INTEGRATO (DI SEGUITO, IL "REGOLAMENTO EMITTENTI"), IN RELAZIONE ALL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA PROMOSSA, AI SENSI E PER GLI EFFETTI DELL'ART. 102 DEL TUF, DA

**BANCO POPOLARE SOCIETA' COOPERATIVA
AVENTE AD OGGETTO, FRA L'ALTRO, LE SEGUENTI POLIZZE
FINANZIARIO-ASSICURATIVE SULLA VITA DI RAMO III
DEL TIPO *INDEX LINKED* EMESSE DA UGF ASSICURAZIONI:**

EMITTENTE	DENOMINAZIONE	NR. MASSIMO POLIZZE OGGETTO DELL'OFFERTA	DECORRENZA E SCADENZA DELLE POLIZZE	EMITTENTE ATTIVITÀ FINANZIARIE A COPERTURA DELLE POLIZZE	EMITTENTE ATTIVITÀ FINANZIARIE A COPERTURA DELLE POLIZZE
				Componente Derivativa	Componente Obbligazionaria
UGF ASSICURAZIONI S.p.A.	BIPIELLE APHRODITE II INDEX I/2005	2.049	24.03.2005 24.03.2009	Landsbanki Islands (*)	Landsbanki Islands (*)
UGF ASSICURAZIONI S.p.A.	BIPIELLE MAGNOLIA INDEX II/2005	1.221	20.05.2005 20.05.2009	Credit Suisse First Boston International	Kaupthing Bunadarbanki
UGF ASSICURAZIONI S.p.A.	BIPIELLE AZALEA INDEX III/2005	1.123	10.06.2005 10.06.2010	Glitnir Banki HF (*)	Glitnir Banki HF (*)

(*) Titolo strutturato

Il 18 gennaio 2010 il Consiglio di Amministrazione di UGF Assicurazioni S.p.A. (di seguito, "UGF Assicurazioni" o l'"Emittente") si è riunito presso la sede legale in Via Stalingrado n. 45, Bologna, per esaminare il contenuto dell'offerta pubblica di scambio volontaria (di seguito, l'"Offerta") promossa da Banco Popolare Società Cooperativa (di seguito, il "Banco Popolare" o l'"Offerente"), avente ad oggetto le sopra indicate polizze finanziario-assicurative sulla vita di Ramo III del tipo *index linked* emesse sia da UGF Assicurazioni ⁽¹⁾ (di seguito, le "Polizze UGF Assicurazioni"), sia da Eurovita Assicurazioni S.p.A. (di seguito, le "Polizze Eurovita" e, congiuntamente alle Polizze UGF Assicurazioni, le "Polizze"), collocate dalle banche appartenenti al Gruppo dell'Offerente, elencate nel Documento d'Offerta (di seguito, le "Banche Collocatrici").

¹ Le Polizze UGF Assicurazioni oggetto dell'Offerta sono state emesse nel corso del 2005 dalla compagnia assicuratrice Aurora Assicurazioni S.p.A., incorporata mediante fusione in UGF Assicurazioni con effetto dal 1° febbraio 2009. A tale riguardo, si veda la Sezione B.2.A.8 del Documento di Offerta.

Alla riunione erano presenti o collegati in video/teleconferenza i Consiglieri signori: Pierluigi Stefanini, Presidente, Vanes Galanti, Vice Presidente, Carlo Cimbri, Amministratore Delegato, Francesco Berardini, Maurizio Castellina, Federico Corradini, Franco Ellena, Roberto Giay, Fabrizio Gillone, Marco Minella, Carlo Salvatori e Giuseppe Santella.

Erano, inoltre, presenti i componenti del Collegio Sindacale signori: Domenico Livio Trombone, Presidente del Collegio Sindacale e Piero Aicardi, Sindaco Effettivo.

Hanno giustificato la loro assenza i restanti Consiglieri signori: Luciano Colombini, Sergio Costalli e Adriano Turrini ed il Sindaco Effettivo signor Cristiano Cerchiai.

Il Consigliere Luciano Colombini ha inviato apposita dichiarazione, ai sensi dell'art. 2391 del codice civile, di sussistenza di un interesse proprio e per conto di terzi in relazione all'Offerta, esplicitando l'origine, i termini e la portata di tale interesse, riconducibile alla titolarità di n. 9.960 azioni emesse dall'Offerente.

Il Consiglio di Amministrazione ha esaminato la seguente documentazione:

- a. il comunicato diffuso dall'Offerente in data 1° dicembre 2009, ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti, trasmesso in pari data all'Emittente, con il quale l'Offerente ha reso nota la decisione di lanciare l'Offerta;
- b. la copia del documento di offerta destinato alla pubblicazione, conforme a quello depositato dall'Offerente presso CONSOB con effetto decorrente dal 23 dicembre 2009, come successivamente integrato e messo a disposizione dell'Emittente nel corso del procedimento istruttorio (di seguito, il "Documento d'Offerta");
- c. il parere sulla congruità del corrispettivo dell'Offerta redatto dal consulente Deloitte Financial Advisory Services S.p.A., incaricato dall'Emittente (di seguito, la "Fairness Opinion").

All'esito dell'esame della predetta documentazione, il Consiglio di Amministrazione di UGF Assicurazioni, al fine di fornire ai titolari delle Polizze UGF Assicurazioni dati ed elementi utili per l'apprezzamento dell'Offerta, nonché una propria valutazione motivata in ordine all'Offerta stessa, ha approvato, ai sensi dell'art. 103, comma 3, del TUF e dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, il presente comunicato (di seguito, il "Comunicato").

Il Consiglio di Amministrazione ha inoltre conferito delega al Presidente Pierluigi Stefanini e all'Amministratore Delegato Carlo Cimbri affinché, anche disgiuntamente tra loro, compiano tutti gli atti necessari o utili per procedere alla pubblicazione del Comunicato, anche, sussistendone le condizioni, in allegato al Documento d'Offerta, ed apportando allo stesso le modifiche e/o integrazioni che si dovessero rendere necessarie a seguito delle valutazioni e delle eventuali richieste formulate da CONSOB o da ogni altra competente Autorità.

Il Comunicato è stato approvato all'unanimità dei Consiglieri presenti.

Il Collegio Sindacale ha preso atto della deliberazione assunta dal Consiglio di Amministrazione senza formulare rilievi.

Ai sensi dell'art. 101-bis, comma 3, lettera a), del TUF, poiché l'Offerta ha ad oggetto prodotti finanziari diversi dai "titoli", così come definiti dall'art. 101-bis, comma 2, del TUF, non trovano applicazione, con riguardo all'Offerta medesima, gli artt. 102, commi 2 e 5, 103, comma 3-bis, e ogni altra disposizione del TUF che ponga a carico dell'Offerente o dell'Emittente specifici

obblighi informativi nei confronti di dipendenti o dei loro rappresentanti, nonché gli artt. 104 e 104-bis del TUF.

*** **

AVVERTENZA GENERALE

Il presente Comunicato è reso esclusivamente ai sensi e per gli effetti di cui agli artt. 103, comma 3, del TUF e 39 del Regolamento Emittenti. Per un'analisi più approfondita delle caratteristiche e degli elementi essenziali dell'Offerta e per una più compiuta conoscenza di tutti i termini e le condizioni della stessa occorre fare esclusivo riferimento al contenuto del Documento d'Offerta, e in particolare alla Sezione A dello stesso, contenente una rappresentazione sintetica dei rischi connessi all'Offerta, nonché alla Sezione E, paragrafo E.2 contenente tabelle indicative degli scenari probabilistici dell'investimento finanziario che illustrano, per ciascuna Polizza oggetto dell'Offerta, il confronto tra i possibili esiti del rendimento dell'investimento finanziario nel caso in cui si aderisca all'Offerta, ricevendo il corrispettivo secondo le modalità indicate nel Documento d'Offerta, con il caso in cui non si aderisca all'Offerta e si continuino a detenere le Polizze.

INDICE

A. DATI ED ELEMENTI UTILI PER L'APPREZZAMENTO DELL'OFFERTA

A.1.	Soggetto Offerente	PAG.	5
A.2.	Ruolo dell'Offerente	PAG.....	6
A.3.	Natura dell'Offerta	PAG.....	6
A.4.	Oggetto dell'Offerta	PAG.	7
A.5.	Destinatari dell'Offerta	PAG.	12
A.6.	Corrispettivo offerto	PAG.	12
A.7.	Durata dell'Offerta e modalità di adesione	PAG.	14
A.8.	Data di Scambio	PAG.	16
A.9.	Condizioni di efficacia dell'Offerta	PAG.	16
A.10.	Autorizzazioni cui è subordinata l'Offerta	PAG.	16
A.11.	Motivazioni dell'Offerta	PAG.	16
A.12.	Informazioni sulle situazioni di conflitto di interessi	PAG.	17
A.13.	Programmi futuri dell'Offerente	PAG.	18

B. AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI E FATTI DI RILIEVO

B.1.	Possesso di Polizze oggetto dell'Offerta da parte degli Amministratori di UGF Assicurazioni	PAG.	18
B.2.	Fatti di rilievo verificatisi successivamente all'approvazione della situazione patrimoniale ed economica dell'Emittente al 30 settembre 2009	PAG.	18
B.3.	Informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive delle Polizze UGF Assicurazioni	PAG.	19

C. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELL'EMITTENTE SULL'OFFERTA

C.1.	Premessa	PAG.	19
C.2.	Valutazioni in ordine alla congruità del corrispettivo dell'Offerta	PAG.	19
C.3.	Conclusioni del Consiglio di Amministrazione	PAG.	21

A. DATI ED ELEMENTI UTILI PER L'APPREZZAMENTO DELL'OFFERTA

La presente Sezione del Comunicato individua e sintetizza i principali elementi di fatto utili per l'apprezzamento dell'Offerta, come descritti nel Documento d'Offerta.

Per una compiuta conoscenza di tutti i termini e le condizioni dell'Offerta si invitano gli interessati a fare esclusivo riferimento al contenuto del Documento d'Offerta.

A.1. Soggetto Offerente

Dati societari - L'Offerente, la cui denominazione legale è Banco Popolare Società Cooperativa, è una società di diritto italiano costituita nella forma di società cooperativa, con sede in Piazza Nogara 2, 37121 Verona, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Verona 03700430238.

L'Offerente è inoltre iscritto all'Albo delle Banche con il numero 5668 ed è capogruppo dell'omonimo gruppo bancario, iscritto al n. 05034.4 dell'Albo dei gruppi bancari tenuto da Banca d'Italia.

Capitale sociale - In base alle vigenti disposizioni di legge e dell'art. 6 dello Statuto sociale dell'Offerente, il capitale sociale dello stesso è variabile ed è rappresentato da azioni ordinarie che possono essere emesse illimitatamente.

Alla data del Documento d'Offerta, il capitale sociale sottoscritto e versato di Banco Popolare ammonta a complessivi nominali Euro 2.305.735.923,60 ed è costituito da n. 640.482.201 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 3,60 cadauna, interamente liberate.

L'atto costitutivo del Banco Popolare prevede che il Consiglio di Gestione sia autorizzato all'emissione di un predeterminato numero massimo di azioni ordinarie, da nominali Euro 3,60, secondo quanto meglio precisato nel Documento di Offerta (Rif. Sezione B.1.5. Capitale sociale).

Azioni - Tutte le azioni sono nominative ed indivisibili. Esse conferiscono ai loro possessori uguali diritti; in particolare, la partecipazione agli utili avviene in proporzione al numero di azioni possedute nella misura stabilita dall'Assemblea (artt. 6 e 52 dello Statuto sociale).

In conformità al disposto di cui all'art. 30 del D.Lgs. 1 settembre 1993, n. 385, come successivamente modificato ed integrato, richiamato anche nell'art. 16 dello Statuto sociale del Banco Popolare, fermo restando il diverso limite riconosciuto agli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, nessun altro soggetto può detenere azioni in una banca popolare in misura eccedente lo 0,50% del capitale sociale.

Ogni socio può esprimere un solo voto a prescindere dalle azioni possedute.

Alla data del Documento d'Offerta, non esistono altre categorie di azioni diverse dalle azioni ordinarie.

Le azioni ordinarie dell'Offerente sono quotate sull'MTA dal 2 luglio 2007.

Azionisti - Alla data del Documento d'Offerta ed in base ad informazioni disponibili all'Offerente, Blackrock Investment Management (UK) Limited risulta avere una partecipazione al capitale del Banco Popolare superiore al 2%.

I rimanenti principali azionisti dell'Offerente, pur detenendo una partecipazione inferiore al 2%, risultano essere AXA Rosenberg Group LLC e Stichting Pensioenfonds ABP, con una

partecipazione rispettivamente pari all'1,95%, nonché Fidelity International Ltd, con una partecipazione pari all'1,89%.

Alla data del presente Documento d'Offerta, nessun soggetto, sia esso persona fisica o giuridica, risulta esercitare il controllo del Banco Popolare, né sono state effettuate comunicazioni al Banco Popolare in ordine all'esistenza di patti parasociali, ai sensi dell'art. 122 del TUF.

A.2. Ruolo dell'Offerente

L'Offerta è promossa dall'Offerente, in nome proprio e per conto delle Banche Collocatrici, in conformità all'incarico ricevuto dalle banche medesime lo scorso 22 dicembre 2009, come specificato nel Documento d'Offerta.

L'adesione all'Offerta comporta il trasferimento delle Polizze unitamente ai diritti patrimoniali e di altra natura, connessi alle medesime, dagli aderenti alle Banche Collocatrici, con rinuncia da parte degli aderenti ad ogni diritto connesso, relativo e strumentale alle Polizze e/o ai diritti connessi alle medesime, ivi inclusi ogni domanda, pretesa, azione, reclamo o rivalsa nei confronti di ciascuna delle Banche Collocatrici, e/o di una delle compagnie assicuratrici emittenti le Polizze e dei rispettivi dipendenti e assicuratori, secondo quanto precisato nel Documento d'Offerta.

Banco Popolare nel contesto dell'Offerta riveste le seguenti qualità:

- di Offerente, per conto delle Banche Collocatrici, vale a dire di soggetto che propone ai destinatari dell'Offerta di acquistare le Polizze da loro detenute;
- di emittente i Titoli offerti in Scambio, quale corrispettivo del predetto acquisto; e
- di Coordinatore dell'Offerta.

Le Banche Collocatrici che all'epoca hanno collocato le Polizze UGF Assicurazioni sono:

- i) Banca Caripe S.p.A., con sede legale in Corso Vittorio Emanuele, 102 – 65122 Pescara;
- ii) Banca Popolare di Crema S.p.A., con sede legale in Via XX Settembre, 18 – 26013 Crema;
- iii) Banca Popolare di Cremona S.p.A., con sede legale in Via Cesare Battisti, 14 – 26100 Cremona;
- iv) Cassa di Risparmio di Lucca Pisa Livorno S.p.A., con sede legale in Piazza S. Giusto, 10 – 55100 Lucca.

Si precisa che le sopra indicate Banche Collocatrici hanno collocato le Polizze UGF Assicurazioni nel corso del 2005 in virtù dell'accordo di distribuzione commerciale, in vigore dal 1° gennaio 2003 con Aurora Assicurazioni S.p.A., la compagnia assicuratrice emittente le Polizze UGF Assicurazioni. Tale accordo è scaduto il 31 dicembre 2008.

A.3. Natura dell'Offerta

L'Offerta promossa da Banco Popolare è un'offerta pubblica di scambio volontaria, effettuata ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e seguenti del TUF e 37 del Regolamento Emittenti.

A.4. Oggetto dell'Offerta

Tipologia e numero delle Polizze UGF Assicurazioni oggetto dell'Offerta - L'Offerta ha ad oggetto, *inter alia*, le Polizze UGF Assicurazioni emesse nelle seguenti serie:

- (i) massimo n. 2.049 contratti di assicurazione sulla vita Bipielle Aphrodite II Serie, denominati "Index I/2005", contrassegnati con il codice "724" (di seguito, le "Polizze UGF Assicurazioni - Aphrodite"), stipulati con UGF Assicurazioni, con decorrenza dal 24 marzo 2005, con durata fissa pari a quattro anni e scadenza il 24 marzo 2009, il cui sottostante è rappresentato da un titolo strutturato, codice ISIN XS0210834379, emesso da Landsbanki Islands (di seguito, "Landsbanki"), con la stessa decorrenza e scadenza delle Polizze UGF Assicurazioni - Aphrodite;
- (ii) massimo n. 1.221 contratti di assicurazione sulla vita Bipielle Magnolia denominati "Index II/2005", contrassegnati con il codice "725" (di seguito, le "Polizze UGF Assicurazioni - Magnolia"), stipulati con UGF Assicurazioni, con decorrenza dal 20 maggio 2005, durata fissa pari a quattro anni e scadenza il 20 maggio 2009, il cui sottostante è rappresentato da un titolo obbligazionario *zero-coupon*, codice ISIN XS0215372847, emesso da Kaupthing Bunadarbanki (di seguito, "Kaupthing"), abbinato ad una componente derivativa rappresentata da un'opzione stipulata con Credit Suisse First Boston International. Sia il titolo obbligazionario che la componente derivativa hanno la stessa decorrenza e scadenza delle Polizze UGF Assicurazioni - Magnolia;
- (iii) massimo n. 1.123 contratti di assicurazione sulla vita Bipielle Azalea, denominati "Index III/2005", contrassegnati con il codice "727" (di seguito, le "Polizze UGF Assicurazioni - Azalea"), stipulati con UGF Assicurazioni, con decorrenza dal 10 giugno 2005, durata fissa pari a cinque anni e scadenza il 10 giugno 2010, il cui sottostante è rappresentato da un titolo strutturato, codice ISIN XS0218318326, emesso da Glitnir Banki HF (già Islandsbanki-FBA HF) (di seguito, "Glitnir"), con la stessa decorrenza e scadenza delle Polizze UGF Assicurazioni - Azalea.

Dal numero complessivo delle Polizze UGF Assicurazioni oggetto dell'Offerta saranno escluse quelle in cui l'assicurato sia deceduto prima della scadenza del contratto ed il sinistro non sia stato denunciato ad UGF Assicurazioni in tempo utile ad evitare l'intervenuta estinzione del diritto per prescrizione, con contestuale insorgenza in capo ad UGF Assicurazioni dell'obbligo di devoluzione della prestazione assicurativa al Ministero dell'Economia e Finanze ex Legge n.166/2008.

Le Polizze UGF Assicurazioni sono prodotti finanziario-assicurativi sulla vita di Ramo III, a premio unico, di tipo *index linked*, le cui prestazioni, ovverosia le somme dovute da UGF Assicurazioni ai sensi delle polizze medesime – per la cui descrizione di dettaglio si fa rinvio alla Sezione C del Documento d'Offerta, nonché alle relative condizioni di contratto e alla nota informativa, disponibili al pubblico sul sito dell'Offerente o dell'Emittente www.ugfassicurazioni.it – dipendono dalle oscillazioni del valore di uno o più parametri di riferimento costituiti da indici o da strumenti finanziari (c.d. sottostanti).

Come sopra precisato, i sottostanti delle Polizze UGF Assicurazioni sono rappresentati:

- relativamente alle Polizze UGF Assicurazioni - Aphrodite, da un titolo strutturato, codice ISIN XS0210834379, emesso da Landsbanki;

- relativamente alle Polizze UGF Assicurazioni - Magnolia, da un titolo obbligazionario *zero-coupon*, codice ISIN XS0215372847, emesso da Kaupthing, abbinato ad una componente derivativa rappresentata da un'opzione stipulata con Credit Suisse First Boston International;
- relativamente alle Polizze UGF Assicurazioni - Azalea, da un titolo strutturato, codice ISIN XS0218318326, emesso da Glitnir.

I sopra indicati sottostanti coincidono con gli attivi posti dall'Emittente a copertura delle proprie riserve tecniche riferibili alle Polizze UGF Assicurazioni (di seguito, le "Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze").

In conformità a quanto previsto dal Documento d'Offerta, nonché dalle condizioni di contratto e dalla nota informativa delle Polizze UGF Assicurazioni, il rischio di controparte, ovvero il rischio di credito ⁽²⁾ quale individuato dalla Circolare ISVAP n. 332/D del 25 maggio 1998 e dalla Circolare ISVAP n. 451/D del 24 luglio 2001 (vigenti alla data di emissione delle Polizze e successivamente abrogate dal Regolamento ISVAP n. 32 dell'11 giugno 2009), rappresenta il rischio connesso al merito di credito degli emittenti le Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze, tra cui Landsbanki, Kaupthing e Glitnir (di seguito, le "Banche Islandesi"). Le Polizze UGF Assicurazioni sono, infatti, caratterizzate dal fatto che le loro prestazioni (ovvero le somme dovute da UGF Assicurazioni) sono direttamente collegate al valore delle Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze. Pertanto, il pagamento delle prestazioni dedotte nelle Polizze UGF Assicurazioni dipende, durante la vita delle predette attività, dalle oscillazioni di valore delle stesse, quale parametro di riferimento del contratto e, a scadenza, dalla solvibilità delle Banche Islandesi emittenti le Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze. Ne consegue che il rischio di insolvenza delle Banche Islandesi emittenti le Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze, ed il rischio del mancato pagamento di quanto dovuto dalle predette emittenti ad UGF Assicurazioni alla data di scadenza, sono assunti interamente dai Titolari (come nel seguito definiti) delle Polizze, i quali in tale ipotesi riceveranno esclusivamente quanto corrisposto dalle emittenti stesse ad UGF Assicurazioni.

Ciascuna Polizza UGF Assicurazioni prevede che, alla scadenza del contratto, UGF Assicurazioni corrisponderà al Beneficiario (come definito nel Documento d'Offerta) il capitale assicurato in caso di vita dell'assicurato a tale epoca; ovvero, in caso di morte dell'assicurato prima della scadenza del contratto, verrà corrisposto il capitale assicurato al Beneficiario designato in caso di morte. Inoltre, nel corso della durata del contratto, al termine di ciascuno dei primi due anni è prevista a favore del Contraente (come definito nel Documento d'Offerta) la corresponsione di un'anticipazione di prestazione. La prestazione minima prevista a scadenza, pari al capitale iniziale e all'eventuale maggiorazione rinveniente dalla sopra indicata componente derivativa sono legate alla solvibilità delle banche emittenti le Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze. Le Polizze UGF Assicurazioni non contemplano un minimo garantito, quindi, in caso di insolvenza delle banche emittenti le Attività a Copertura delle Polizze, non è esclusa la possibilità di una perdita rispetto al premio versato dal Contraente. Inoltre, l'importo pagabile in caso di riscatto anticipato della Polizza, ovvero di liquidazione della prestazione caso morte, è direttamente collegato al valore delle Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze, senza un

² Il "rischio di credito" è rischio collegato alla possibilità che l'emittente di uno strumento finanziario, per effetto del deterioramento della propria situazione patrimoniale, non sia in grado di adempiere ai propri obblighi contrattuali ai sensi di tale strumento, e quindi pagare gli interessi e/o di rimborsare il relativo capitale.

minimo garantito. L'operazione di riscatto, ovvero di liquidazione della prestazione caso morte, potrebbe quindi comportare una perdita rispetto al premio versato dal Contraente.

Sul rischio di credito delle banche islandesi emittenti le Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze UGF Assicurazioni – In considerazione di quanto sopra, e con riferimento alle banche islandesi Landsbanki, Kaupthing e Glitnir, emittenti i titoli inclusi nelle Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze UGF Assicurazioni (di seguito, congiuntamente, le "Banche Islandesi"), va evidenziato che, a causa della grave crisi finanziaria che sin dall'ottobre 2008 ha investito le stesse banche, UGF Assicurazioni è stata impossibilitata ad erogare le prestazioni previste dalle Polizze UGF Assicurazioni ⁽³⁾

Secondo quanto descritto anche nella Sezione G del Documento d'Offerta, a fronte della predetta crisi, il governo islandese ha adottato delle misure di emergenza, quali la concessione alle Banche Islandesi, delle procedure di "moratoria internazionale", volte a fronteggiare la difficile situazione di mercato che ha coinvolto le banche.

In particolare, è stato approvato dal Parlamento islandese in data 6 ottobre 2008 ed è entrato in vigore con effetto immediato l'"*Act on Authority for Treasury Disbursements Due to Unusual Financial Market Circumstances etc. n. 125/2008*" (di seguito, l'"Atto"). L'Atto concede ampi poteri di intervento nel settore finanziario all'Autorità preposta alla vigilanza sui mercati finanziari in Islanda (di seguito, la "*Icelandic Financial Supervisory Authority*" o "FME").

Con l'entrata in vigore dell'Atto, la FME è stata autorizzata ad assumere il controllo totale o parziale di ciascuna Banca Islandese al verificarsi di determinate circostanze aventi carattere particolare ed eccezionale, quali ad esempio il versare in condizioni di crisi finanziaria, ed a nominare appositi comitati straordinari per la gestione di suddette banche (di seguito, i "Comitati Straordinari").

In data 14 novembre 2008, è stata approvata una modifica legislativa che introduce la possibilità per le banche in situazioni di crisi finanziaria di ottenere un moratoria sui pagamenti per una durata fino a 24 mesi. Successivamente – in data 15 aprile 2009 – è entrata in vigore una normativa speciale (Act No. 44/2009), che ha in parte modificato il Testo Unico Finanziario Islandese (Act No. 161/2002). In linea generale, il provvedimento stabilisce un nuovo regime con riferimento alle procedure di liquidazione che possono essere avviate nei confronti delle istituzioni finanziarie islandesi (di seguito, le "Nuove Procedure di Liquidazione"): il provvedimento, infatti, stabilisce che per le istituzioni finanziarie in stato di crisi venga nominato un comitato provvisorio ed, in caso di insolvenza, il comitato provvisorio o la FME possano fare istanza per l'apertura delle Nuove Procedure di Liquidazione. In caso di apertura delle Nuove Procedure di Liquidazione verrà nominato un apposito comitato per la liquidazione (di seguito, il "Comitato per le Nuove Procedure").

Tuttavia, tale disciplina si applica alle Banche Islandesi sottoposte al controllo dei Comitati Straordinari le nuove disposizioni legislative si applicano in via automatica: nella gestione di tali banche ai Comitati Straordinari, che continuano ad essere operativi, sono stati affiancati i Comitati per le Nuove Procedure.

3 Si vedano, al riguardo, i comunicati di UGF Assicurazioni del 14 ottobre 2008, 17 ottobre 2008, 23 ottobre 2008, 20 febbraio 2009, 6 aprile 2009 e 4 dicembre 2009, disponibili sul sito www.ugfassicurazioni.it

Il provvedimento garantisce alle Banche Islandesi sottoposte alle Nuove Procedure di Liquidazione la stessa protezione nei confronti dei creditori che le stesse hanno in moratoria (i.e. come nel caso della moratoria, i creditori non possono avviare procedure individuali per far valere i propri crediti nei confronti delle Banche Islandesi).

Tuttavia, il provvedimento dà la possibilità al Comitato per le Nuove Procedure di ciascuna Banca Islandese di vendere le attività dell'istituzione finanziaria di riferimento al miglior prezzo disponibile e di procedere al pagamento dei creditori.

Per quanto riguarda il soddisfacimento dei creditori, il provvedimento impone al Comitato per le Nuove Procedure di ciascuna Banca Islandese di pubblicare sulla Gazzetta Ufficiale islandese un avviso formale ai creditori al fine di ottenere da parte di questi ultimi che procedano alla dichiarazione dei propri crediti entro un termine perentorio.

Il Comitato per le Nuove Procedure è incaricato, tra le altre cose, di valutare la bontà di ciascuna domanda, di convocare incontri tra i creditori e di predisporre comunicazioni ed aggiornamenti riguardo la procedura di ammissione.

Una volta scaduto il termine perentorio di cui sopra, ciascun Comitato per le Nuove Procedure sarà autorizzato a procedere con i pagamenti ai creditori, sulla base delle regole stabilite dalla legislazione fallimentare islandese e contenute nell'"*Icelandic Act on Bankruptcy no. 21/1991*".

Landsbanki

Con specifico riferimento a Landsbanki, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik ha concesso in data 5 dicembre 2008 la procedura di "moratoria internazionale" che, con provvedimento del 3 marzo 2009 è stata estesa fino al 26 novembre 2009 e, da ultimo, fino al 26 agosto 2010. In virtù di tale procedura è stata rinviata nel tempo qualsiasi attività finalizzata al recupero dei crediti vantati nei confronti di Landsbanki, al fine di garantirne la riorganizzazione.

In seguito, in data 29 aprile 2009, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik ha nominato il Comitato per le Nuove Procedure di Landsbanki.

Detto Comitato, il giorno successivo alla sua nomina, ha emanato un comunicato, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale islandese (*Lögbirtingarblaðið*), con cui ha invitato tutti i creditori di Landsbanki, a partire dal 30 aprile 2009 e fino al termine di decadenza delle h. 24.00 del giorno 30 ottobre 2009, a presentare le proprie domande di ammissione al passivo. Si evidenzia che il 23 ed il 24 novembre 2009 si sono tenute le prime riunioni dei creditori di Landsbanki nell'ambito delle quali sono state esaminate le richieste di ammissione al passivo. I crediti relativi al titolo strutturato emesso da Landsbanki, quale Attività Finanziaria a Copertura delle Polizze UGF Assicurazioni - Aphrodite, verranno esaminati nel prosieguo della procedura di moratoria. La prossima Assemblea dei creditori è fissata il 24 febbraio 2010.

Kaupthing

Con riferimento a Kaupthing, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik, in data 24 novembre 2008, ha assoggettato tale istituto ad una procedura di "moratoria internazionale" che è stata estesa con provvedimento emesso in data 19 febbraio 2009, fino al 13 novembre 2009 e, da ultimo, è stata ulteriormente prorogata fino al 13 agosto 2010, in virtù della quale è stata rinviata nel tempo qualsiasi attività finalizzata al recupero dei crediti vantati nei confronti di Kaupthing, al fine di garantirne la riorganizzazione.

Successivamente, in data 25 maggio 2009, il Tribunale Distrettuale di *Reykjavík* ha nominato il Comitato per le Nuove Procedure di Kaupthing.

Il Comitato per le Nuove Procedure, con provvedimento pubblicato in gazzetta ufficiale ("*Lögbirtingarblaðið*") il 30 giugno 2009, ha invitato tutti i creditori di Kaupthing a partire da tale data a presentare le proprie domande di ammissione alla procedura di moratoria entro il termine di decadenza del 30 dicembre 2009.

Una prima Assemblea dei creditori è fissata il 29 gennaio 2010 (verosimilmente, i crediti relativi al titolo strutturato emesso da Kaupthing, quale Attività Finanziaria a Copertura delle Polizze UGF Assicurazioni - Magnolia, verranno tuttavia esaminati nel prosieguo della procedura di moratoria); una seconda Assemblea dei creditori è stata fissata per il 18 maggio 2010.

Glitnir

Con riferimento a Glitnir, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik, in data 24 novembre 2008 ha assoggettato l'istituto a una procedura di "moratoria internazionale" che è stata estesa, con provvedimento emesso in data 19 febbraio 2009, fino al 13 novembre 2009, poi successivamente prorogata fino al 13 agosto 2010, in virtù della quale è stata rinviata nel tempo qualsiasi attività finalizzata al recupero dei crediti vantati nei confronti di Glitnir, al fine di garantirne la riorganizzazione.

Successivamente, in data 14 maggio 2009, il Tribunale distrettuale di Reykjavik ha nominato il Comitato per le Nuove Procedure di Glitnir.

Il Comitato per le Nuove Procedure, con provvedimento pubblicato in Gazzetta Ufficiale ("*Lögbirtingarblaðið*") il 26 maggio 2009, ha invitato tutti i creditori di Glitnir a partire da tale data a presentare le proprie dichiarazioni di credito entro il termine di decadenza del 26 novembre 2009.

Il 17 dicembre 2009 si è tenuta l'Assemblea dei creditori per decidere in merito ad alcune delle dichiarazioni pervenute. I crediti relativi al titolo strutturato emesso da Glitnir, quale Attività Finanziaria a Copertura delle Polizze UGF Assicurazioni - Azalea, verranno esaminati nel prosieguo della procedura di moratoria. La prossima Assemblea dei creditori è fissata il 19 maggio 2010.

Scaduto il termine per l'insinuazione e tenutesi le Assemblee dei Creditori, il Comitato per le Nuove Procedure sarà autorizzato a procedere ai pagamenti ai creditori, sulla base delle regole stabilite dall' "*Icelandic Act on Bankruptcy n. 21/1991*".

Al fine di ottenere aggiornamenti riguardo l'andamento delle suddette procedure di "moratoria internazionale", si segnalano i rispettivi siti internet delle Banche Islandesi, quali www.lbi.is, www.kaupthing.com, www.glitnirbank.com.

I possibili scenari futuri che potrebbero verificarsi con riferimento alle Banche Islandesi sono i seguenti:

- a) una composizione con i creditori (che consiste in una procedura formale presso una corte distrettuale islandese e può essere adottata previa approvazione di un determinato numero di creditori) o
- b) l'avvio di una formale procedura di liquidazione dell'attivo ai sensi del diritto islandese.

Si precisa inoltre, secondo quanto rappresentato anche nel Documento d'Offerta, che Icesave, banca che opera *on line* e controllata da Landsbanki, aveva raccolto 5 miliardi di Sterline ed Euro, rispettivamente da clienti inglesi ed olandesi. A causa della sopra descritta crisi finanziaria, Icesave non ha altresì potuto far fronte alle richieste di smobilizzo della clientela, e, di conseguenza ha bloccato la restituzione dei fondi dei suoi clienti inglesi e olandesi.

Il governo britannico, ricorrendo in modo improprio ad una legge anti-terrorismo, ha congelato le attività di Icesave in Gran Bretagna e, dopo aver rimborsato in pieno i suoi cittadini clienti di Icesave, si è rivolto al governo islandese per farsi ripagare quanto anticipato. Nel giugno 2009, Gran Bretagna e Islanda hanno firmato un accordo secondo cui il fondo garanzia depositi islandese avrebbe ripagato le somme anticipate dal governo britannico. Le condizioni sono estremamente vantaggiose per il governo islandese: tasso di interesse del 5,55%, periodo di rimborso di 15 anni, più un periodo di grazia di 7 anni, in cui non maturano interessi.

Al riguardo, il Parlamento islandese aveva approvato il 30 dicembre 2009 la restituzione dei fondi agli investitori britannici e olandesi coinvolti nel *crack* di Icesave. Il 5 gennaio 2010 tuttavia il Presidente islandese, Olafur Grimsson, incalzato da una petizione a firma di 62.000 islandesi (il 25% della popolazione con diritto di voto), si è rifiutato di firmare il provvedimento e ha indetto un referendum popolare in materia, da tenersi il prossimo febbraio 2010.

Tale decisione del Presidente islandese, ha spinto il 5 gennaio 2010 Fitch a tagliare il *rating* di lungo termine sul debito estero a 'BB+' con outlook negativo, e Standard & Poor a porre il suo giudizio sul paese 'BBB-' sotto '*creditwatch* negativo' con "la probabilità di un ulteriore declassamento tra uno e due punti entro un mese, se la situazione politica dovesse deteriorare". Alla predetta data l'agenzia Moody's ha invece sottolineato che la decisione del Presidente "complicherà certamente nel breve termine qualsiasi piano volto ad uscire dalla crisi economico-finanziaria" in cui si trova il Paese".

Il recente declassamento del *rating* dell'Islanda complica l'uscita nel breve termine del paese dalla crisi economico-finanziaria" e, di conseguenza, la conclusione nel breve termine delle procedure concorsuali a cui sono attualmente sottoposte le Banche Islandesi.

A seguito delle vicende sopra rappresentate e della situazione di incertezza che continua a caratterizzare allo stato le Banche Islandesi, non è possibile formulare previsioni ragionevolmente certe circa i tempi e le modalità di un'eventuale liquidazione sia delle Polizze UGF Assicurazioni - Aphrodite e Magnolia, già scadute nel 2009, sia delle Polizze UGF Assicurazioni - Azalea, che scadranno nel 2010.

A.5. Destinatari dell'Offerta

L'Offerta è rivolta, a parità di condizioni, a tutti i soggetti titolari, in qualità di Contraenti o di Beneficiari, dei diritti inerenti le Polizze UGF Assicurazioni (di seguito, i "Titolari").

L'Offerta è promossa esclusivamente in Italia. L'adesione all'Offerta da parte di soggetti residenti in Paesi diversi dall'Italia può essere soggetta a specifici obblighi o restrizioni di natura legale o regolamentare. È esclusiva responsabilità dei Titolari conformarsi a tali norme e regolamenti e, pertanto, prima dell'adesione, verificarne l'esistenza e l'applicabilità.

A.6. Corrispettivo offerto

Secondo quanto previsto nel Documento d'Offerta, ai Titolari che avranno validamente aderito all'Offerta (di seguito gli "Aderenti") sarà riconosciuto un corrispettivo composto da titoli obbligazionari *senior* (non subordinati) e non strutturati, del tipo *zero coupon*, da emettersi dal

Banco Popolare alla Data di Scambio (di seguito, i "Titoli in Scambio") ed un eventuale conguaglio in denaro (di seguito, la "Frazione in Denaro" e, congiuntamente ai Titoli in Scambio, il "Corrispettivo"), secondo il rapporto di scambio di seguito descritto.

In particolare, ad ogni Aderente, il Banco Popolare corrisponderà un Titolo in Scambio, del valore nominale unitario a scadenza di Euro 1.000, per ogni 1.000 Euro di Premio Unico ⁽⁴⁾ versato. Il rapporto di scambio tra valore nominale dei Titoli in Scambio e Premio Unico versato risulta fissato in 1:1. Ad ogni Aderente sarà altresì corrisposto un eventuale conguaglio in denaro pari alla Frazione in Denaro ⁽⁵⁾, qualora l'ammontare del Premio Unico versato non sia un multiplo del taglio minimo, pari ad Euro 1.000,00, di ciascun Titolo in Scambio.

Pertanto, ove un Contraente abbia versato un Premio Unico pari, ad esempio, ad Euro 2.500, il Banco Popolare offrirà n. 2 Titoli in Scambio, per un valore nominale complessivo a scadenza pari ad Euro 2.000, da corrispondersi alla Data di rimborso (come di seguito definita), e ad un conguaglio in denaro pari ad Euro 500.

Si sottolinea che la restituzione del Premio Unico, in virtù dell'adesione all'Offerta, sarà corrisposta a ciascun Aderente alla data di rimborso dei Titoli in Scambio, vale a dire il 12 aprile 2015 (di seguito, la "Data di rimborso"), mentre l'eventuale Frazione in Denaro sarà corrisposto alla Data di Scambio, vale a dire il 12 aprile 2010 (come meglio precisato al successivo Paragrafo A.8).

Il Corrispettivo dell'Offerta viene calcolato al lordo degli oneri tributari a carico dell'Aderente, atteso che, sulla base della legislazione tributaria vigente alla data di approvazione del Documento d'Offerta, l'Aderente persona fisica subisce l'applicazione di un'imposta sostitutiva del 12,5% sugli interessi impliciti maturati a scadenza sui Titoli in Scambio (al riguardo si rimanda al Paragrafo C.6 del Documento di Offerta).

Come sopra precisato, i Titoli in Scambio sono obbligazioni *senior* (non subordinati) e non strutturati (c.d. *plain vanilla*), vale a dire titoli aventi solo una componente obbligazionaria, con durata pari a cinque anni sia per le Polizze UGF Assicurazioni oggetto di scambio già scadute sia per quelle non ancora scadute.

I Titoli in Scambio saranno emessi sotto la pari e rimborseranno il 100% del valore nominale a scadenza ma non prevedono la corresponsione periodica di interessi. Il prezzo di emissione, che il Banco Popolare provvederà a comunicare, unitamente al codice ISIN e al numero di serie dei Titoli in Scambio, entro le ore 9.00 del primo giorno del Periodo di Adesione, secondo le modalità previste nella tabella riportata nelle Premesse del Documento d'Offerta, sarà determinato prendendo a riferimento il tasso *Interest Rate Swap* (IRS) a cinque anni, maggiorato di uno *spread* tra i 170 e 185 b.p.s (di seguito, il "Prezzo di Emissione"). La differenza tra il valore di rimborso del Titolo in Scambio ed il Prezzo di Emissione rappresenta "l'interesse", calcolato al tasso di interesse fisso nominale annuo lordo implicito in tale differenza, pagabile in via posticipata ed in unica soluzione alla data di scadenza.

⁴ Il Premio Unico, come definito nel Documento di Offerta, è l'importo versato a UGF Assicurazioni all'atto della stipula di ciascuna delle Polizze Aphrodite, Magnolia e Azalea, importo che, al lordo delle spese di emissione pari a Euro 30,00, è pari ad almeno Euro 2.500,00 ovvero ad importi superiori a quest'ultimo.

⁵ La Frazione in Denaro, come definita nel Documento di Offerta, è quell'ammontare in denaro di importo non superiore ad Euro 999,9 periodico che non è stato computato nel valore nominale dei Titoli in Scambio da attribuire all'aderente, quale componente eventuale del Corrispettivo perché di ammontare inferiore ad Euro 1.000.

Va evidenziato che, secondo quanto riportato nel Documento d'Offerta, i Titolari delle Polizze devono considerare che una definizione compiuta di tutti i termini dell'Offerta, utile al fine di addivenire ad un fondato giudizio circa l'adesione all'Offerta stessa, potrà determinarsi solo nel momento in cui (ovverosia entro le ore 9.00 del primo giorno del Periodo di Adesione), come sopra menzionato, sarà comunicato, ai sensi dell'art. 114 del TUF e 66 del Regolamento Emittenti, il Prezzo di Emissione dei Titoli offerti in Scambio, oltre al codice ISIN ed al numero di serie degli stessi. Una volta fissato il Prezzo di Emissione, laddove le condizioni del mercato differiscano in misura tale da cambiare sostanzialmente i risultati degli scenari probabilistici dell'operazione di scambio riportati nel Paragrafo E.2 del Documento d'Offerta, l'Offerente fornirà ai Titolari tabelle aggiornate sugli scenari probabilistici mediante pubblicazione sul proprio sito internet www.bancopopolare.it.

Come risulta dal Regolamento dei Titoli in Scambio, il Banco Popolare non intende presentare richiesta di ammissione alle negoziazioni dei Titoli in Scambio in mercati regolamentati, italiani o esteri; tuttavia, i Titoli in Scambio saranno negoziati da Banca Aletti & C. S.p.A. (di seguito, "Banca Aletti"), appartenente al Gruppo Banco Popolare, in conto proprio (si veda la Sezione A, Paragrafo A.3.4 del Documento d'Offerta) a partire dal novantesimo giorno successivo alla data di emissione dei Titoli medesimi.

Per una dettagliata descrizione delle caratteristiche dei Titoli offerti in Scambio si rimanda ai paragrafi E.3, E.4 e E.5 del Documento d'Offerta, nonché al Regolamento dei medesimi titoli, allegato al Documento d'Offerta.

A.7. Durata dell'Offerta e modalità di adesione

Il Periodo di Adesione all'Offerta, secondo quanto concordato con la CONSOB, avrà inizio l'8 febbraio 2010 e terminerà il 12 marzo 2010 (inclusi).

L'Adesione all'Offerta potrà avvenire in ciascun Giorno Lavorativo compreso nel Periodo di Adesione tra le ore 9:00 e le ore 17:00.

Secondo quanto previsto nel Documento di Offerta la trasferibilità delle Polizze e, pertanto, la valida adesione all'Offerta, è subordinata alle seguenti condizioni:

- i) l'Aderente deve avere la piena disponibilità delle Polizze, che devono essere libere da vincoli ed oneri di qualsiasi genere e natura e liberamente trasferibili;
- ii) nel caso in cui l'Aderente sia il Contraente, ove l'evento dedotto nella Polizza intervenga successivamente al momento della presentazione della scheda di adesione ma prima della Data di Scambio (come di seguito definita), il Beneficiario Irrevocabile (come definito nel Documento d'Offerta) dovrà prendere contatto con un Intermediario Incaricato della Raccolta delle Adesioni e fornire tutti dati necessari ai fini dell'assegnazione del Corrispettivo;
- iii) nel caso in cui la designazione del Beneficiario, diverso dal Contraente, sia revocabile, il Contraente, per poter aderire alla presente Offerta, sarà tenuto a comunicare in forma scritta ad UGF Assicurazioni, prima dell'adesione all'Offerta, la revoca del Beneficiario e, successivamente, potrà aderire all'Offerta e sottoscrivere la scheda di adesione;
- iv) nel caso in cui la designazione del Beneficiario, diverso dal Contraente, sia irrevocabile, la scheda di adesione dovrà essere sottoscritta dal Contraente e dal Beneficiario Irrevocabile, che riceverà il Corrispettivo ai sensi dell'Offerta;

- v) per poter aderire all'Offerta, l'Aderente non deve avere promosso e/o avere in corso alcuna azione giudiziaria nei confronti di UGF Assicurazioni e/o di una Banca Collocatrice, ovvero, prima dell'adesione all'Offerta, l'Aderente deve aver perfezionato un accordo di rinuncia agli atti del giudizio nei confronti di tali soggetti. Diversamente, le Polizze non saranno considerate validamente conferite in adesione all'Offerta;
- vi) ciascun Aderente per poter aderire all'Offerta, prima della sottoscrizione della scheda di adesione, deve avere (secondo quanto indicato in dettaglio alla Sezione C, Paragrafo C.4.3, del Documento d'Offerta) debitamente compilato, sottoscritto e consegnato a un Intermediario Incaricato della Raccolta delle Adesioni il Modulo di Rinuncia, avente ad oggetto la rinuncia preventiva ed irrevocabile da parte dell'Aderente a far valere qualsiasi diritto connesso relativo e strumentale alla Polizza UGF Assicurazioni portata in adesione e/o ai diritti connessi alla medesima, ivi inclusa ogni domanda, pretesa, azione, reclamo o rivalsa anche futura, relativa o comunque connessa alla Polizza UGF Assicurazioni portata in adesione e la dichiarazione che nulla avrà a pretendere a qualsivoglia titolo e/o ragione relativa o comunque connessa alla Polizza UGF Assicurazioni portata in adesione, nei confronti della Banca Collocatrice cessionaria, nonché nei confronti di UGF Assicurazioni e/o dei rispettivi dipendenti e assicuratori. Inoltre, nel caso in cui l'assicurato della Polizza UGF Assicurazioni conferita in adesione sia diverso dal Contraente, ai fini dell'adesione all'Offerta, è richiesto che il medesimo Modulo di Rinuncia sia altresì sottoscritto dall'assicurato.

Per aderire all'Offerta e conferire le Polizze UGF Assicurazioni in adesione, gli Aderenti dovranno in un qualunque Giorno Lavorativo (come definito nel Documento d'Offerta) compreso nel Periodo di Adesione rivolgersi ad uno degli Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni in tempo utile per completare le procedure descritte nel Documento d'Offerta - Paragrafo C.4.3.

Dal momento del ricevimento delle schede di adesione, unitamente alla documentazione indicata al punto F del Paragrafo C.4.3 del Documento d'Offerta, fino al giorno antecedente la Data di Scambio, gli Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni verificheranno la regolarità e completezza delle schede di adesione unitamente alla documentazione allegata, nonché la conformità in generale ai termini dell'Offerta.

Le schede di adesione che risulteranno, all'esame degli Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni, essere incomplete o irregolarmente compilate o sottoscritte, o non corredate della documentazione necessaria a comprovare, tra l'altro, la legittimazione ad aderire all'Offerta dell'aderente non saranno considerate validamente ricevute dall'Intermediario Incaricato sino a quando le eventuali irregolarità non saranno state sanate. Non saranno ritenute valide le adesioni non effettuate con la forma richiesta, ovvero le adesioni condizionate o vincolate.

Le adesioni all'Offerta che, a giudizio dell'Intermediario Incaricato della Raccolta delle Adesioni, risulteranno essere incomplete e/o irregolarmente compilate e/o irregolarmente sottoscritte o non siano corredate della documentazione necessaria a comprovare, tra l'altro, la legittimazione ad aderire all'Offerta dell'aderente, come indicata in dettaglio nel Paragrafo C.4.3, al punto G, del Documento d'Offerta, saranno accolte con riserva. Ogni irregolarità dovrà essere sanata entro il termine massimo di 18 Giorni Lavorativi dalla chiusura del Periodo di Adesione.

Le Polizze oggetto dell'Offerta non regolarmente conferite in adesione verranno svincolate e ritorneranno, senza spese aggiuntive, nella disponibilità degli aderenti non appena ragionevolmente possibile e comunque non oltre la Data di Scambio, su richiesta dell'aderente o per conto di questi, ovvero, nel caso in cui l'Offerta non si perfezioni, dopo la chiusura del Periodo di Adesione.

L'adesione all'Offerta comporta il trasferimento delle Polizze UGF Assicurazioni e/o dei diritti, patrimoniali e di altra natura, connessi alle medesime, dagli aderenti alla Banca Collocatrice di riferimento. Gli Intermediari Incaricati della Raccolta delle adesioni procederanno ad effettuare il cambio di contraente e beneficiario per il caso vita e il caso morte sulle Polizze UGF Assicurazioni regolarmente conferite in adesione all'Offerta (secondo quanto descritto alla Sezione C, Paragrafo C.5, del Documento d'Offerta). Il soggetto assicurato non varierà. Resta inteso che ove l'evento morte dell'assicurato relativo ad una Polizza UGF Assicurazioni che sia stata conferita validamente all'Offerta si verifichi tra l'adesione all'Offerta e la Data di Scambio, l'adesione sarà comunque efficace.

A.8. Data di Scambio

A fronte del valido conferimento in adesione all'Offerta, il trasferimento del Corrispettivo sarà effettuato alla Data di Scambio, fissata per il 12 aprile 2010.

Secondo quanto precisato nel Documento d'Offerta, la Data di Scambio è stata fissata il ventesimo Giorno Lavorativo successivo alla conclusione del Periodo di Adesione al fine di consentire agli Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni di verificare la validità di ciascuna adesione all'Offerta. Si sottolinea tuttavia che alla Data di Scambio saranno trasferiti a ciascun Aderente i Titoli in Scambio, titoli che, a loro volta, saranno rimborsati alla relativa Data di rimborso, fissata il 12 aprile 2015. Alla Data di Scambio sarà invece corrisposto agli Aderenti l'eventuale conguaglio in denaro.

In caso di proroga del Periodo di Adesione, la Data di Scambio sarà posticipata e cadrà il quinto Giorno Lavorativo successivo dalla nuova data di chiusura del Periodo di Adesione, e sarà annunciata dall'Offerente nell'avviso relativo alla proroga del Periodo di Adesione pubblicato secondo quanto previsto al Capitolo M del Documento d'Offerta.

A.9. Condizioni di efficacia dell'Offerta

L'efficacia dell'Offerta non è subordinata al verificarsi di alcuna condizione. L'Offerta non è condizionata al raggiungimento di un livello minimo di adesioni e, pertanto, le adesioni validamente portate all'Offerta saranno accettate integralmente.

A.10. Autorizzazioni cui è subordinata l'Offerta

Il Documento di Offerta precisa che l'emissione dei Titoli in Scambio non è soggetta ad autorizzazioni da parte di alcuna autorità amministrativa o giudiziaria.

A.11. Motivazioni dell'Offerta

L'Offerta è promossa dall'Offerente, in nome proprio e per conto delle Banche Collocatrici appartenenti al Gruppo Banco Popolare, in conformità all'incarico ricevuto, come specificato nelle Premesse al presente Documento d'Offerta, in considerazione della profonda crisi finanziaria che ha colpito le Banche Islandesi emittenti i titoli inclusi nelle Attività Finanziarie a Copertura delle Polizze.

L'Offerta si inserisce in un più ampio contesto di fidelizzazione della clientela delle Banche Collocatrici e di ristabilimento di un clima di fiducia della stessa clientela nei confronti delle banche stesse, al fine di garantire e favorire in ottica prospettica la prosecuzione e lo sviluppo delle relative relazioni commerciali, ed anche al fine di evitare negative ricadute in termini reputazionali sia per le Banche Collocatrici che per il Gruppo Banco Popolare.

A.12. Informazioni sulle situazioni di conflitto di interessi

Da quanto riportato nel Documento di Offerta, i soggetti a vario titolo coinvolti nell'Offerta, possono avere, rispetto all'Offerta medesima, un interesse autonomo potenzialmente in conflitto con quello dell'Aderente. Più in particolare e per quanto di interesse con riferimento alle Polizze UGF Assicurazioni, nel Documento di Offerta si segnala quanto segue.

Rischio relativo al fatto che gli Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni e gli Agenti di Scambio fanno parte del gruppo che fa capo all'Offerente

Gli Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni, quali Banca Caripe S.p.A., Banca Popolare di Crema S.p.A., Banca Popolare di Cremona S.p.A., la Cassa di Risparmio di Lucca Pisa e Livorno S.p.A., Banca Popolare di Lodi S.p.A., Banca Popolare di Verona – S. Geminiano e San Prospero S.p.A., Banca Popolare di Novara S.p.A., Banca Aletti e Credito Bergamasco S.p.A., i quali agiscono altresì in qualità di Agenti di Scambio nel contesto dell'Offerta, appartengono al Gruppo Banco Popolare. Per maggiori dettagli si veda la Sezione B, Paragrafo B.1.9. del Documento d'Offerta.

Nel contesto della presente Offerta essi si trovano in una situazione di conflitto di interessi nei confronti degli investitori in quanto sono incaricati della raccolta delle adesioni ed al tempo stesso, quali Agenti di Scambio, sono incaricati di consegnare alla Data di Scambio i Titoli in Scambio emessi dalla propria capogruppo Banco Popolare.

Rischio relativo al fatto che le Banche Collocatrici rivestono altresì la qualità di Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni - Le Banche Collocatrici, nell'interesse delle quali viene promossa l'Offerta, agiscono in qualità di Intermediari Incaricati della Raccolta delle Adesioni.

Per ulteriori informazioni si rinvia al Paragrafo B.1.9 e al Paragrafo B.3 del Documento d'Offerta.

Conflitto di interessi relativo al fatto che Banca Aletti negozierà i Titoli in Scambio in conto proprio -

Banca Aletti è direttamente partecipata dall'Offerente, nella misura del 60,472% ed indirettamente, per la restante parte di capitale sociale, attraverso società del Gruppo (si veda la Sezione B, Paragrafo B.1.9). Pertanto, l'Offerente e Banca Aletti sono parti correlate, in quanto l'una controlla l'altra, secondo la definizione di cui allo IAS 24.

Poiché Banca Aletti negozierà i Titoli in Scambio in conto proprio, si troverà a riacquistare titoli emessi dalla propria capogruppo. In tal caso, il prezzo di acquisto dei Titoli in Scambio potrebbe essere negativamente influenzato per effetto del conflitto di interessi attribuibile allo svolgimento dell'attività di negoziazione su titoli emessi dalla capogruppo Banco Popolare.

*** **

Rischio relativo al fatto che UGF Assicurazioni ha agito in qualità di controparte delle Polizze UGF Assicurazioni

Si evidenzia inoltre che UGF Assicurazioni potrebbe avere interesse al buon esito dell'Offerta in considerazione del fatto che l'adesione all'Offerta, come sopra rappresentato, comporta il trasferimento delle Polizze UGF Assicurazioni e/o dei diritti, patrimoniali e di altra natura, connessi alle medesime, dagli Aderenti alle rispettive Banche Collocatrici, con rinuncia da parte degli aderenti ad ogni diritto connesso, relativo e strumentale alle Polizze UGF Assicurazioni e/o ai diritti connessi alle medesime, ivi inclusi ogni domanda, pretesa, azione, reclamo o rivalsa nei confronti, oltre che di Banco Popolare e delle Banche Collocatrici, anche di UGF Assicurazioni, in qualità di controparte contrattuale delle Polizze UGF Assicurazioni, e dei rispettivi dipendenti e assicuratori. L'assunzione in capo alle Banche Collocatrici della qualifica di controparti contrattuali riferibili alle predette Polizze, per effetto dell'adesione all'Offerta, potrà infatti comportare, a beneficio di UGF Assicurazioni, una riduzione del rischio di natura legale afferente alle Polizze medesime, oltre ad una semplificazione delle attività di gestione dei rapporti con i Titolari delle prestazioni assicurative.

A.13. Programmi futuri dell'Offerente

Secondo quanto riportato nel Documento d'Offerta, nell'ambito dell'Incarico conferito dalle Banche Collocatrici all'Offerente, quest'ultimo farà in modo che le Polizze, per effetto dell'adesione all'Offerta, secondo la procedura indicata alla Sezione C, Paragrafo C.4.3 del Documento d'Offerta, vengano alla Data di Scambio trasferite direttamente a ciascuna Banca Collocatrice da parte della clientela aderente riferibile a quest'ultima, avendo la stessa Banca, all'epoca in cui le Polizze sono state offerte al pubblico, collocato le Polizze portate in Adesione.

Le medesime Banche Collocatrici sosterranno gli oneri inerenti alle adesioni riferibili alla propria clientela. Il Banco Popolare, tuttavia, si farà carico dell'onere economico netto in capo alle Banche Collocatrici, rinunciando parzialmente al credito vantato, per un importo pari alla differenza tra il Debito (come definito nel Documento d'Offerta) ed il *fair value* delle Polizze (rilevato alla data di chiusura del Periodo di Adesione) acquisite dalle Banche Collocatrici per effetto dell'adesione all'Offerta, al netto dei relativi effetti fiscali e delle commissioni, a suo tempo percepite dalla Banche Collocatrici, per il collocamento delle Polizze.

Ai sensi di quanto riportato nel Documento d'Offerta, l'Offerta non ha alcun particolare impatto sulle prospettive future dell'Offerente.

B. AGGIORNAMENTO DELLE INFORMAZIONI E FATTI DI RILIEVO

Ai sensi dell'art. 39 del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione di UGF Assicurazioni precisa, inoltre, quanto segue.

B.1. Possesso di Polizze oggetto dell'Offerta da parte degli Amministratori di UGF Assicurazioni

Nessuno dei membri del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente è titolare di polizze oggetto dell'Offerta.

B.2. Fatti di rilievo verificatisi successivamente all'approvazione della situazione patrimoniale ed economica dell'Emittente al 30 settembre 2009

Nel periodo successivo alla chiusura del 30 settembre 2009 l'andamento del comparto Vita conferma la positiva crescita rispetto all'anno precedente. Nel comparto Danni, con effetto dal

dal 1° novembre 2009, è stato effettuato un incremento delle tariffe R.C.Auto, sia della Divisione Unipol che della Divisione Aurora, parte di una manovra di revisione tariffaria più complessa e articolata che si protrarrà anche nei primi mesi del 2010. Nell'ultimo trimestre del 2009 è comunque atteso un decremento dei premi per effetto del mancato rinnovo di polizze di significativo importo, ad andamento tecnico non positivo. Tali azioni sono funzionali all'ottenimento di un miglioramento della marginalità tecnica del comparto Danni, inficiata da un forte incremento della sinistrosità in diversi rami, tra i quali, in particolare, l'R.C.Auto ed il segmento Danni da eventi atmosferici; miglioramento comunque perseguibile in misura marginale nell'esercizio 2009, e che esplicherà i propri effetti con progressiva incisività nel 2010 e negli esercizi successivi.

B.3. Informazioni sull'andamento recente e sulle prospettive delle Polizze UGF Assicurazioni

In conformità a quanto sopra rappresentato, le prestazioni dedotte nelle Polizze UGF Assicurazioni dipendono dall'andamento degli strumenti finanziari sottostanti alle medesime. In particolare, le prestazioni dovute da UGF Assicurazioni sono determinate in funzione del valore delle Attività Finanziarie a Copertura alla relativa data di riferimento (di seguito, il "Valore dell'investimento") e, pertanto, in funzione dell'importo effettivamente riconosciuto ad UGF Assicurazioni medesima dalle Banche Islandesi emittenti le suddette attività.

Le prestazioni dovute a scadenza saranno pertanto influenzate dall'esito delle procedure di moratoria che coinvolgono le Banche Islandesi, come descritto alla precedente Sezione A.3.

Per quanto concerne le prestazioni dovute relativamente alle Polizze UGF Assicurazioni - Azalea, in scadenza il 10 giugno 2010, per il caso di decesso dell'assicurato e di riscatto anticipato, si evidenzia che il calcolo del Valore dell'Investimento - determinato dall'Agente di Calcolo incaricato e di norma pubblicato in conformità a quanto previsto dalle condizioni generali di contratto e dalla nota informativa relativa a tali Polizze - in considerazione dei descritti eventi che hanno interessato Glitnir, risulta attualmente sospeso.

Pertanto, in conformità alle citate condizioni generali di contratto e note informative, UGF Assicurazioni non potrà procedere alla liquidazione delle prestazioni dovute, per il caso di decesso dell'assicurato o di riscatto anticipato, sino a quando il Valore dell'Investimento non venga nuovamente pubblicato. Peraltro, stante la descritta situazione in cui versa Glitnir, si può ragionevolmente ipotizzare che l'Agente di Calcolo non renda disponibile il Valore dell'Investimento prima della scadenza delle predette Polizze e che, pertanto, la liquidazione delle prestazioni dovute, per il caso di premorienza dell'assicurato o rimborso anticipato, possa avvenire solo a seguito del pagamento ad UGF Assicurazioni degli importi che Glitnir sarà in grado di corrispondere ad UGF Assicurazioni medesima, all'esito della procedura in corso.

C. VALUTAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DELL'EMITTENTE SULL'OFFERTA

Esaminata la documentazione sull'Offerta indicata in epigrafe, il Consiglio di Amministrazione ha espresso le seguenti valutazioni.

C.1. Premessa

Le Polizze UGF Assicurazioni che costituiscono, *inter alia*, l'oggetto dell'Offerta sono state collocate in modo pressoché esclusivo dalle sopra indicate Banche Collocatrici presso la propria clientela.

In base a quanto precisato nel Documento d'Offerta, l'Offerta rappresenta un'iniziativa del Gruppo Banco Popolare, di cui le Banche Collocatrici fanno parte, volta a tutelare gli interessi dei contraenti delle polizze *index linked* da esse collocate, in considerazione della situazione in cui versano le Banche Islandesi emittenti gli strumenti finanziari strutturati e/o obbligazionari sottostanti le medesime.

Detta situazione – descritta al precedente Paragrafo A.4 del Comunicato – potrebbe, infatti, determinare l'impossibilità per le Banche Islandesi di adempiere alle obbligazioni assunte nei confronti di UGF Assicurazioni, quale titolare dei predetti strumenti finanziari.

Poiché, come precedentemente illustrato, il "rischio di credito" relativo agli emittenti degli strumenti finanziari sottostanti alle Polizze UGF Assicurazioni è posto in capo ai Titolari delle Polizze medesime, questi ultimi sono legittimati unicamente a ricevere quanto effettivamente corrisposto dalla Banca Islandese emittente i predetti sottostanti alla rispettiva Polizza UGF Assicurazioni e potrebbero, pertanto, subire perdite anche ingenti rispetto all'importo inizialmente investito.

A tale proposito, si evidenzia che UGF Assicurazioni, nell'ottica di tutelare gli interessi dei Titolari delle Polizze UGF Assicurazioni, ha attivato ogni opportuna iniziativa volta a far valere i diritti creditorî verso le Banche Islandesi in forza dei titoli sottostanti alle predette Polizze, provvedendo a dichiarare i crediti vantati nei confronti delle medesime Banche, entro i termini prescritti dagli organi delle procedure di moratoria (si veda il Comunicato pubblicato sul sito aziendale di UGF Assicurazioni www.ugfassicurazioni.it in data 4 dicembre 2009).

C.2. Valutazioni in ordine alla congruità del corrispettivo dell'Offerta

Al fine di meglio apprezzare i contenuti dell'Offerta, UGF Assicurazioni ha incaricato Deloitte Financial Advisory Services S.p.A., in qualità di consulente dell'Emittente (di seguito, il l'"Consulente"), di rilasciare un'apposita Fairness Opinion in ordine alla valutazione dei termini e delle condizioni dell'Offerta, con particolare riferimento alla congruità del Corrispettivo offerto.

La Fairness Opinion, rilasciata in data 15 gennaio 2010, è stata esaminata nel corso della riunione tenuta in data 18 gennaio 2010 dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ai fini dell'approvazione del presente Comunicato ed è ivi allegata.

Nell'effettuare le proprie valutazioni, il Consulente si è basato su modelli e principi finanziari conformi alle prassi generalmente riconosciute nel mercato e ritenute appropriate in considerazione della specificità e delle peculiarità dei prodotti finanziari oggetto dell'Offerta.

Facendo rinvio all'allegato testo della Fairness Opinion per una descrizione puntuale delle metodologie adottate, nonché delle ipotesi e delle assunzioni poste a fondamento della medesima, si precisa che la valutazione delle Polizze UGF Assicurazioni, è stata effettuata, alla data del 31 dicembre 2009, considerando il valore delle tre componenti che le costituiscono:

- valore della componente obbligazionaria degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze;
- valore della componente derivata degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze;
- valore componente assicurativa stimato attraverso la valutazione *best estimate* più il margine per il rischio per i *bonus* caso morte e le spese di gestione.

Per le Polizze già scadute la valutazione consiste nella stima del tasso di recupero in caso di *default* dell'emittente ottenuto dai creditori al termine delle procedure di liquidazione. Il Recovery Rate esprime la percentuale di copertura delle passività (posizioni debitorie) che si ottiene, in caso di insolvenza dell'emittente, dal presumibile valore di liquidazione degli *asset* (di seguito, il "Recovery Rate").

Il *fair value* degli *asset* è calcolato a partire dalla ricognizione del perimetro patrimoniale dell'entità in stato di difficoltà finanziaria, effettuata da esperti indipendenti.

Quest'ultimo approccio è stato utilizzato ai fini della valutazione, in quanto:

- a. la dichiarazione dello stato di crisi delle Banche Islandesi risale all'ottobre 2008 e quindi è intercorso un sufficiente arco temporale per valutare gli attivi e passivi patrimoniali di tali intermediari;
- b. per ciascuna delle Banche Islandesi la ricognizione del perimetro patrimoniale è stata condotta da un *advisor* nominato da FME. Ai fini della valutazione, si è assunto che le situazioni patrimoniali risultanti dalle analisi effettuate da ciascun *advisor* rispondano ai requisiti di ragionevolezza e attendibilità.

In dettaglio, il Recovery Rate medio per ciascuna delle Banche Islandesi è stimato come apporto tra il *fair value* delle attività totali e il *fair value* delle passività totali.

$$RR = \text{TOTAL ASSET} / \text{TOTAL LIABILITIES}$$

dove:

- *RR*: Recovery Rate
Total asset: *fair value* delle attività iscritte a bilancio
- *Total liabilities*: *fair value* delle passività iscritte a bilancio.

Nella Tabella sottostante si riporta la comparazione, come risultante dalla Fairness Opinion, tra il *fair value* delle Polizze UGF Assicurazioni e la stima del valore dei Titoli offerti in Scambio, ottenuta applicando al tasso IRS a 5 anni alla data del 31 dicembre 2009 lo *spread* tra 170 e 185 b.p.s, come previsto nel Documento d'Offerta

Polizza	Fair Value tot. (su base 100)		Valore di rimborso Titoli offerti in Scambio (su base 100)	
	Min	Max	Min	Max
Bipielle Aphrodite II Serie Index I/2005	27,20	45,30	79,63	80,21
Bipielle Magnolia Index II/2005	21,20	35,20	79,63	80,21
Bipielle Azalea Index III/2005	24,60	40,48	79,63	80,21

C.3. Conclusioni del Consiglio di Amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente – fermo restando che la convenienza economica dell'Offerta dovrà essere compiutamente valutata da ciascun Titolare delle Polizze UGF Assicurazioni al momento dell'eventuale adesione alla stessa – considerato tutto quanto sopra e preso atto della documentazione sull'Offerta indicata in epigrafe, in base alle informazioni disponibili alla data della riunione consiliare, ritiene che il Corrispettivo offerto per l'adesione all'Offerta sia congruo da un punto di vista economico-finanziario per gli Aderenti alla medesima.

A tale riguardo, si ritiene di dover precisare che le valutazioni esposte nel Comunicato sono state condotte alla luce delle informazioni attualmente disponibili in merito alla situazione delle Banche Islandesi e che, al momento, non è possibile escludere che la futura evoluzione delle procedure che coinvolgono dette banche possa modificare, in modo anche significativo, le prospettive di recupero dei crediti vantati nei confronti delle medesime.

Il Consiglio di Amministrazione inoltre, richiama l'attenzione dei Titolari delle Polizze UGF Assicurazioni sulla necessità di tenere conto, nel condurre le proprie valutazioni, che le Polizze UGF Assicurazioni e i Titoli in Scambio rappresentano prodotti finanziari diversi tra di loro per tipologia, natura, struttura, durata e profili di rischio, in funzione delle diverse variabili di mercato. Per maggiori dettagli si rinvia alla Sezione E, Paragrafo E.2 del Documento d'Offerta in cui sono rappresentati gli scenari probabilistici dell'operazione di scambio.

Pertanto, al fine di maturare un'autonoma e consapevole decisione in merito all'opportunità della adesione all'Offerta, i Titolari dovranno, da un lato, comprendere la natura dei Titoli offerti in Scambio ed, in particolare, le relative componenti di rischio, tipiche di un investimento in obbligazioni e, dall'altro, comparare la struttura ed i profili di rischio relativi ai Titoli in Scambio rispetto alla struttura ed ai profili di rischio delle Polizze UGF Assicurazioni, essendo le prime proposte come investimento alternativo a queste ultime, nell'ambito dell'Offerta.

Inoltre, al fine di determinare la propria preferenza, rispetto alle Polizze UGF Assicurazioni già detenute, per l'investimento nei Titoli in Scambio, i Titolari dovranno altresì tenere conto:

- (i) riguardo alle Polizze UGF Assicurazioni - Azalea, non ancora scadute, della natura esclusivamente finanziaria dei Titoli in Scambio rispetto alla natura finanziario-assicurativa di dette Polizze, con particolare riferimento alla componente del rischio demografico;
- (ii) del fatto che i Titoli in Scambio sono obbligazioni *senior* (non subordinate) e non strutturate, del tipo *zero coupon*, mentre la componente finanziaria delle Polizze UGF Assicurazioni è costituita da titoli strutturati;
- (iii) del fatto che i Titoli offerti in Scambio ai Titolari delle Polizze UGF Assicurazioni, sia scadute che non, hanno durata quinquennale e saranno rimborsati il 15 aprile 2015, vale a dire 6 anni dopo la naturale scadenza delle Polizze UGF Assicurazioni – Aphrodite (fissata al 24 marzo 2009), 5 anni e 11 mesi dopo la naturale scadenza delle Polizze UGF Assicurazioni - Magnolia (fissata al 20 maggio 2009) e 4 anni e 10 mesi dopo la naturale scadenza prevista per le Polizze UGF Assicurazioni – Azalea (fissata al 10 giugno 2010); e



- (iv) del diverso rischio di credito relativo ai Titoli in Scambio rispetto a quello relativo alle Polizze UGF Assicurazioni.

In particolare, con esclusivo riferimento alla Polizza UGF Assicurazioni - Azalea, che scadrà il prossimo 10 giugno 2010, l'adesione all'Offerta comporta, *inter alia*, la perdita delle garanzie assicurative previste per il caso di morte dell'assicurato e il venir meno dell'opzione di reinvestire la prestazione a scadenza di detta Polizza in una rendita vitalizia, secondo quanto previsto dalle relative condizioni di contratto.

UGF Assicurazioni S.p.A.

Allegato: Fairness opinion di Deloitte Financial Advisory Services S.p.A.

Fairness opinion sull'offerta pubblica di scambio
volontaria promossa da Banco Popolare Società
Cooperativa su polizze index linked emesse da UGF
Assicurazioni S.p.A.

15 Gennaio 2010

Spettabile
UGF Assicurazioni S.p.A.
Via Stalingrado, 45
40128 – Bologna

Oggetto: Fairness opinion sull'offerta pubblica di scambio volontaria promossa da Banco Popolare Società Cooperativa su polizze index linked emesse da UGF Assicurazioni S.p.A.

Egregi Signori,

UGF Assicurazioni S.p.A. (UGF Assicurazioni o la Società o l'Emittente), già Aurora Assicurazioni S.p.A., è una compagnia di assicurazione il cui capitale sociale è interamente sottoscritto dall'unico socio Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., holding di partecipazioni e servizi del Gruppo UGF.

Nel periodo compreso tra marzo 2005 e giugno 2005 UGF Assicurazioni ha emesso le seguenti polizze index linked (Polizze) collegate a strumenti finanziari emessi da banche islandesi quali Landsbanki Islands HF (Landsbanki), Kaupthing Bunadarbanki HF (Kaupthing) e Glitnir Banki HF (Glitnir, insieme a Landsbanki e Kaupthing Banche Islandesi), già Islandsbanki HF:

- Bipielle Aphrodite II Serie Index I/2005 codice 724 (Bipielle Aphrodite);
- Bipielle Magnolia Index II/2005 codice 725 (Bipielle Magnolia);
- Bipielle Azalea Index III/2005 codice 727 (Bipielle Azalea).

Tali Polizze sono state collocate da Banco Popolare Società Cooperativa (Banco Popolare o la Banca) alla propria clientela attraverso il network delle banche reti (Banche Collocatrici).

La crisi che ha colpito i mercati finanziari nel corso del 2008, e in modo specifico l'Islanda, ha indotto il Governo islandese ad adottare, dal mese di ottobre 2008, alcune misure di emergenza volte a fronteggiare le difficili condizioni di mercato in cui si sono trovate coinvolte le principali banche locali, tra cui Landsbanki, Kaupthing e Glitnir.

In tale circostanza, in data 6 ottobre 2008 è stato approvato dal Parlamento islandese un atto (Atto) che con effetto immediato ha concesso all'autorità islandese preposta alla vigilanza sui mercati finanziari in Islanda, Icelandic Financial Supervisory Authority (FME), ampi poteri di intervento nel settore finanziario.

In particolare con tale Atto, la FME è stata autorizzata ad assumere il controllo totale o parziale delle Banche Islandesi.

In data 14 novembre 2008, il Governo islandese ha approvato anche una modifica alla legislazione islandese che ha introdotto la possibilità per le banche in situazioni di crisi finanziaria di ottenere una moratoria sui pagamenti per una durata massima pari a 24 mesi.

In particolare, con riferimento a Landsbanki, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik ha concesso in data 5 dicembre 2008 la procedura di moratoria internazionale poi estesa fino al 26 novembre 2009 e, da ultimo, fino al 26 agosto 2010. In virtù di tale procedura, è stata rinviata nel tempo qualsiasi attività finalizzata al recupero dei crediti vantati nei confronti di Landsbanki, al fine di permetterne la riorganizzazione.

In data 15 aprile 2009 a seguito dell'entrata in vigore di una normativa speciale (Act No. 44/200), che ha in parte modificato il Testo Unico Finanziario Islandese (Act No. 161/2002), è stato approvato un nuovo regime con riferimento alle procedure di liquidazione applicabili alle banche islandesi e, nello specifico a Landsbanki.

In data 30 aprile 2009 è stato emanato un comunicato con il quale tutti i creditori di Kaupthing sono stati invitati, a partire dal 30 aprile 2009 e fino al termine di decadenza delle ore 24 del giorno 30 ottobre 2009, a presentare le proprie domande di ammissione al passivo.

Il 23 ed il 24 novembre 2009 si sono tenute le prime riunioni dei creditori di Landsbanki nell'ambito delle quali sono state esaminate le richieste di ammissione al passivo.

Con riferimento a Kaupthing, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik, in data 24 novembre 2008, ha assoggettato anche tale istituto ad una procedura di moratoria internazionale sui pagamenti dei debiti per permetterne la riorganizzazione. Tale procedura è stata dapprima estesa fino al 13 novembre 2009 e, da ultimo, ulteriormente prorogata fino al 13 agosto 2010.

In data 15 aprile 2009 a seguito dell'entrata in vigore della sopra citata normativa speciale (Act No. 44/200), è stato approvato un nuovo regime con riferimento alle procedure di liquidazione applicabili alle banche islandesi e, nello specifico a Kaupthing.

Il 30 giugno 2009 è stato emanato un comunicato con il quale tutti i creditori di Kaupthing sono stati invitati, a partire dal 30 giugno 2009 e fino al termine di decadenza del 30 Dicembre 2009, a presentare le proprie domande di ammissione al passivo.

Con riferimento a Glitnir, il Tribunale Distrettuale di Reykjavik, in data 24 novembre 2008 ha assoggettato anche tale istituto ad una procedura di moratoria internazionale, dapprima estesa fino al 13 novembre 2009 poi successivamente prorogata fino al 13 agosto 2010.

In data 15 aprile 2009 a seguito dell'entrata in vigore della sopra citata normativa speciale (Act No. 44/200), è stato approvato un nuovo regime con riferimento alle procedure di liquidazione applicabili alle banche islandesi e, nello specifico a Glitnir.

Il 30 giugno 2009 è stato emanato un comunicato con il quale tutti i creditori di Glitnir sono stati invitati, a partire dal 26 maggio 2009 e fino al termine di decadenza del 26 novembre 2009, a presentare le proprie domande di ammissione al passivo.

Il 17 dicembre 2009 si è tenuta l'assemblea, nell'ambito della quale sono state esaminate le richieste di ammissione al passivo. I crediti relativi al titolo strutturato emesso da Glitnir, quale attività finanziaria a copertura delle Polizze Azalea, verranno esaminati nel prosieguo della procedura di moratoria. La prossima assemblea dei creditori è fissata il 19 maggio 2010.

A seguito delle vicende sopra descritte e della situazione di incertezza che continua a caratterizzare al momento le Banche Islandesi, non è possibile formulare previsioni circa i tempi e le modalità di un'eventuale liquidazione sia delle Polizze già scadute nel 2009 sia di quelle che scadranno nel 2010.

Alla luce di ciò, Banco Popolare intende promuovere un'operazione di scambio (OPS) tra le Polizze emesse da UGF Assicurazioni collocate alla clientela attraverso la propria rete distributiva e obbligazioni zero coupon emesse dalla stessa Banco Popolare. Tale operazione, per quanto evidenziato da Banco Popolare, si inserisce in un più ampio processo di fidelizzazione e di ristabilimento di un clima di fiducia della propria clientela; l'operazione inoltre rappresenta un'iniziativa del Gruppo Banco Popolare volta a tutelare gli interessi dei contraenti delle Polizze, collocate dalla Banche Collocatrici e collegate a strumenti finanziari emessi dalle Banche Islandesi.

In tale operazione UGF Assicurazioni assume la qualifica di emittente dei prodotti finanziari oggetto dell'operazione di scambio e pertanto è tenuta ad adempiere agli obblighi che il TUF e la relativa normativa di attuazione emanata dalla Consob pongono a carico dei soggetti emittenti in caso di offerte pubbliche di acquisto o scambio.

Siamo stati informati da UGF Assicurazioni che nell'ambito di tale operazione – ai sensi dell'articolo 103, comma 3, del TUF e ai sensi del Regolamento Emittenti adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, articolo 39 comma 1 – il Consiglio di Amministrazione di UGF Assicurazioni (Consiglio di Amministrazione) sarà tenuto a diffondere un comunicato "*contenente ogni dato utile per l'apprezzamento dell'offerta e la propria valutazione motivata sulla medesima*". Nell'ambito di tale comunicato il Consiglio di Amministrazione sarà chiamato ad esprimersi, tra l'altro, in merito alle condizioni economiche dell'OPS.

Deloitte Financial Advisory Services S.p.A. (Deloitte) ha ricevuto da UGF Assicurazioni l'incarico di predisporre, quale professionista di UGF, una valutazione (Fairness Opinion) sull'OPS al fine di supportare l'attività decisionale propria del Consiglio, nell'ambito dei limiti del lavoro infra precisati al punto 2

Destinatario della presente Fairness Opinion è esclusivamente il Consiglio di Amministrazione. La Fairness Opinion potrà essere utilizzata dal Consiglio al fine di assumere le proprie decisioni in merito alla redazione del Comunicato dell'emittente ai sensi dell'art. 103, Comma 3 TUF, senza che la stessa possa esser considerata, ad ogni fine o effetto, come rivolta ai destinatari dell'OPS o possa esser in alcun modo considerata come elemento del documento di offerta o di suoi allegati. Ogni menzione o comunicazione di tale Fairness Opinion a terzi dovrà essere comunque preventivamente segnalata a Deloitte al fine di consentirne la verifica della correttezza.

Indice

1. Descrizione dell'operazione.....	5
1.1. Termini e condizioni dell'operazione	6
2. Limiti del lavoro.....	7
3. Documentazione utilizzata	8
4. Valutazione.....	9
4.1. Valutazione Polizze Bipielle Aphrodite	10
4.2. Valutazione Polizze Bipielle Magnolia.....	12
4.3. Valutazione Polizze Bipielle Azalea	14
4.3.1. <i>Componente obbligazionaria</i>	14
4.3.2. <i>Componente derivata</i>	16
4.3.3. <i>Componente assicurativa</i>	18
5. Sintesi valutazioni	20
6. Conclusioni.....	21

1. Descrizione dell'operazione

L'operazione oggetto della presente Fairness Opinion, come già ricordato, consiste in un'offerta pubblica di scambio volontaria che Banco Popolare promuoverà su polizze index linked emesse da UGF Assicurazioni, collegate a strumenti finanziari emessi dalle Banche Islandesi e collocate dalla Banche Collocatrici alla propria clientela.

Le Polizze costituiscono prodotti assicurativi di tipo vita, a premio unico a prestazione indicizzata con cedole ed eventuale bonus, destinati a soggetti che, ad eccezione della Polizza Aphrodite¹, alla data di scadenza del contratto, non abbiano superato gli 85 anni di età.

Tipologia	Numero Polizze	Decorrenza	Scadenza	Emittente componente derivata	Emittente componente obbligazionaria	Cedola 2006	Cedola 2007	Cedola 2008
Bipielle Aphrodite	2.049	24/03/2005	24/03/2009	Landsbanki *	Landsbanki *	1,70%	2,00%	-
Bipielle Magnolia	1.221	20/05/2005	20/05/2009	Credit Suisse First Boston International	Kaupthing	3,50%	3,30%	0,00%
Bipielle Azalea	1.123	10/06/2005	10/06/2010	Glitnir *	Glitnir *	3,30%	-	-

* Titolo Strutturato

Fonte: Documento dell'OPS

Le Polizze sopra indicate sono tutte scadute nel 2009, ad eccezione delle Polizze Bipielle Azalea che hanno scadenza il 10 giugno 2010.

Dal numero complessivo delle Polizze oggetto dell'OPS saranno escluse quelle in cui l'assicurato sia deceduto prima della scadenza del contratto ed il sinistro non sia stato denunciato alla compagnia assicuratrice in tempo utile ad evitare l'intervenuta estinzione del diritto per prescrizione, con contestuale insorgenza in capo alla compagnia assicuratrice dell'obbligo di devoluzione della prestazione assicurativa al Ministero dell'Economia e Finanze (ex legge n.166/2008).

Il sottostante delle Polizze è costituito:

- con riferimento alle polizze Bipielle Aphrodite da un titolo strutturato emesso da Landsbanki il cui pay-off è legato alla variazione dell'indice azionario HVB Europe Winner Index;
- con riferimento alle polizze Bipielle Magnolia da un'obbligazione zero coupon emessa da Kaupthing e da un'opzione esotica emessa da Credit Suisse First Boston International il cui pay-off è legato alla variazione dell'indice azionario S&P MIB;
- con riferimento alle polizze Bipielle Azalea, da un titolo strutturato emesso da Glitnir il cui pay-off è legato alla variazioni del tasso di cambio Euro/Dollaro USA.

Per i dettagli relativi al pay-off previsti da ciascuna Polizza si rimanda alla note informativa relativa ad ogni prodotto assicurativo da UGF Assicurazioni.

¹ Tale Polizza non prevede un limite massimo di età dell'assicurato.

Le tempistiche previste per l'operazione e riportate nel Documento dell'OPS sono riassunte nella tabella riportata di seguito:

Data	Evento
01-dic-09	Comunicazione effettuata ai sensi dell'art. 102 del TUF a seguito della delibera del Consiglio di Gestione dell'Offerente che ha altresì autorizzato l'emissione dei Titoli in Scambio.
21-dic-09	Presentazione a Consob , ai sensi dell'art. 102, comma 3 TUF del Documento di Offerta e contestuale avviso di avvenuto deposito
Da definire	Approvazione del Documento di Offerta da parte della CONSOB
Da definire	Avviso in merito alla pubblicazione del Documento di Offerta
Da definire	Comunicazione del Prezzo di Emissione, del numero di serie e del codice ISIN dei Titoli in Scambio
Da definire	Inizio del Periodo di Adesione all'Offerta
Da definire	Termine del Periodo di Adesione all'Offerta
Da definire	Avviso sui Risultati dell'OPS
Da definire	Data di scambio in cui le Polizze sono cedute alle Banche Collocatrici, i titoli in scambio sono emessi in ragione delle adesioni raccolte e il corrispettivo è trasferito agli Aderenti

Fonte: Documento dell'OPS

1.1. Termini e condizioni dell'operazione

Ai soggetti che aderiranno all'OPS (Aderenti) saranno attribuite obbligazioni zero coupon (Nuove Obbligazioni) emesse da Banco Popolare. Il prezzo di emissione delle Nuove Obbligazioni sarà comunicato unitamente al codice ISIN entro il primo giorno del periodo di adesione: secondo quanto riportato nel Documento dell'OPS tale prezzo sarà determinato prendendo a riferimento il tasso Interest Rate Swap (IRS) a cinque anni, maggiorato di uno spread compreso tra 170 e 185 basis point. La differenza tra il valore di rimborso ed il prezzo di emissione rappresenta il rendimento delle Nuove Obbligazioni, calcolato al tasso di interesse fisso nominale annuo lordo implicito in tale differenza, pagabile in via posticipata ed in unica soluzione alla scadenza.

Le Nuove Obbligazioni avranno durata pari a cinque anni e scadenza febbraio 2015, vale a dire 5 anni e 11 mesi dopo la naturale scadenza prevista per le polizze Bipielle Aphrodite, 5 anni e 9 mesi dopo la naturale scadenza prevista per le polizze Bipielle Magnolia e 4 anni e 8 mesi dopo la naturale scadenza prevista per le polizze Bipielle Azalea.

A differenza delle Polizze, le Nuove Obbligazioni sono obbligazioni senior del tipo zero coupon, non subordinate, non strutturate (vale a dire plain vanilla) il cui interesse implicito (vale a dire la differenza tra il prezzo di emissione ed il prezzo di rimborso) non è collegato alla performance di un valore di riferimento: le Nuove Obbligazioni pertanto hanno natura esclusivamente finanziaria e non presentano alcuna componente assicurativa. Inoltre, non essendo le Nuove Obbligazioni titoli subordinati, in caso di scioglimento, liquidazione, insolvenza o assoggettamento a procedure concorsuali di Banco Popolare, il soddisfacimento dei diritti dei

titolari delle Nuove Obbligazioni sarà riconosciuto pari passu con gli altri debiti non garantiti e non privilegiati della Banca.

Banco Popolare non intende presentare richiesta di ammissione alle negoziazioni delle Nuove Obbligazioni in mercati regolamentati, italiani o esteri.

Ad ogni aderente (Aderente), la Banca offrirà un corrispettivo (Corrispettivo) costituito da 1 Nuova Obbligazione del valore nominale unitario a scadenza di 1.000 Euro per ogni 1.000 Euro di premio versato dal Contraente (Rapporto di Scambio) più un eventuale conguaglio in denaro qualora l'ammontare del premio versato non sia un multiplo del taglio minimo di ciascuna Nuova Obbligazione. Il conguaglio in denaro, che sarà versato alla data di scambio, è calcolato pari alla frazione del premio versato che non è un multiplo del taglio minimo di ciascuna Nuova Obbligazione.

Il Corrispettivo riconosciuto agli Aderenti all'OPS viene calcolato al lordo degli oneri tributari a carico dell'Aderente. Per effetto della fiscalità prevista dalla legislazione tributaria vigente l'aderente persona fisica subirà l'applicazione di una imposta sostitutiva del 12,5% sugli interessi impliciti maturati a scadenza sulle Nuove Obbligazioni ai sensi dell'articolo 2 del D. Lgs. 1 aprile 1996, n. 239.

I contraenti che decideranno di aderire all'OPS, riceveranno alla data di scambio le Nuove Obbligazioni ed il conguaglio in denaro secondo il Rapporto di Scambio e nulla sarà più dovuto ai sensi delle Polizze al contraente o al beneficiario da parte di Banco Popolare, delle Banche Collocatrici o di UGF Assicurazioni. In particolare gli Aderenti rinunciano ad ogni diritto connesso, relativo e strumentale alle Polizze e/o ai diritti connessi alle medesime, ivi inclusi ogni domanda, pretesa, azione, reclamo o rivalsa nei confronti di Banco Popolare e/o UGF Assicurazioni e/o di qualsiasi altra società del gruppo Banco Popolare e dei rispettivi dipendenti e assicuratori.

I contraenti che decideranno di non aderire all'OPS o che non avranno validamente e regolarmente aderito all'OPS resteranno in possesso delle Polizze. Allo stato, Banco Popolare non prevede l'effettuazione di altre offerte aventi ad oggetto le Polizze.

2. Limiti del lavoro

Nel corso della nostra analisi e nella preparazione dei nostri commenti e conclusioni, abbiamo assunto e fatto affidamento sull'accuratezza, completezza e ragionevolezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, che ci sono state fornite da UGF Assicurazioni o che sono state discusse con noi, o pubblicamente disponibili; l'incarico non prevede alcun obbligo di verifica da parte nostra di tali informazioni.

Non abbiamo proceduto a verifiche né assunto responsabilità per altrui verifiche indipendenti e le nostre conclusioni sono basate sulla nostra interpretazione delle informazioni utilizzate ai fini dell'espletamento del presente incarico. Si assume la piena conformità alle leggi e alla normativa vigente di ogni dato, operazione e informazione che ci sia stato fornito senza che si sia proceduto a verifiche di questo tipo, che esulano dall'incarico ricevuto.

Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia riguardante l'accuratezza e la completezza delle informazioni contenute nella Fairness Opinion, è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella Fairness Opinion è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sulle performance future degli strumenti finanziari oggetto di valutazione.

Si ritiene che le valutazioni riportate nel seguito siano accurate e complete nei limiti dell'incarico conferito.

Le valutazioni fornite si basano su modelli e su principi finanziari che riteniamo conformi alle metodologie e prassi generalmente riconosciute nel mercato. Valutazioni basate su altri tipi di modelli o assunzioni potrebbero portare a risultati differenti.

Il modello individuato per la valutazione può rappresentare una delle possibili alternative teoriche di scomposizione dei prodotti principali in singole componenti elementari.

Nell'applicazione dei metodi di valutazione della componente obbligazionaria e derivata sono stati utilizzati dati relativi a quotazioni di borsa e previsioni degli analisti finanziari soggette a variazioni per effetto del mutare delle condizioni economiche.

Nel caso di specie non sono disponibili valori riferibili a transazioni di mercato di strumenti finanziari emessi o collegabili alle Banche Islandesi.

Sulla base delle informazioni ad oggi disponibili non è possibile disaggregare il dato medio relativo al Recovery Rate, come di seguito definito, in funzione delle categorie di titoli effettivamente in circolazione e della priorità di rimborso di ciascuno di essi. Per tale ragione ne consegue che il Recovery Rate effettivo potrebbe variare anche sensibilmente.

Le Polizze e le Nuove Obbligazioni rappresentano prodotti finanziari diversi tra loro per tipologia, natura, struttura, durata e profili di rischio in funzione delle diverse variabili di mercato: in particolare le Nuove Obbligazioni hanno natura esclusivamente finanziaria e non presentano alcuna componente assicurativa.

I metodi di valutazione impiegati hanno comportato l'utilizzo di dati previsionali per loro natura aleatori e incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche e a fenomeni esogeni a UGF Assicurazioni, che non necessariamente si potrebbero verificare.

Nella nostra analisi e nella preparazione dei nostri commenti, abbiamo assunto che non vi siano cambiamenti o fatti significativi in relazione alle informazioni, dati e attestazioni acquisite, tali da produrre effetti sulle conclusioni raggiunte nella Fairness Opinion.

La Fairness Opinion è basata su dati economici di mercato e su altre informazioni scritte o verbali rese a noi disponibili fino alla data del 15 gennaio 2009. E' inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Fairness Opinion. Deloitte non ha l'obbligo di aggiornare rivedere o riconfermare le conclusioni contenute nella Fairness Opinion.

La Fairness opinion è rivolta esclusivamente al Consiglio di Amministrazione per la formazione della propria autonoma valutazione in merito alla predisposizione del proprio Comunicato dell'emittente. In nessun caso soggetti diversi dall'Emittente possono considerarsi né destinatari della presente Fairness Opinion, né la presente Fairness opinion può esser intesa o assunta da soggetti diversi dall'emittente – e così in particolare ma non esaustivamente, dai destinatari dell'OPS o di ogni altro soggetto a tale OPS direttamente o indirettamente partecipante – come a loro rivolta al fine della formazione delle proprie scelte al riguardo.

3. Documentazione utilizzata

Ai fini della Fairness Opinion sono stati utilizzati i seguenti documenti:

- Documento dell'OPS – Banco Popolare, Documento di offerta pubblica di scambio volontaria ai sensi degli articoli 102 e seguenti del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
- Nota informativa Bipielle Aphrodite;
- Nota informativa Bipielle Magnolia;
- Nota informativa Bipielle Azalea;
- Dati sulla mortalità effettiva della popolazione assicurata da UGF Assicurazioni;
- Documentazione relative alle attività e passività di Landsbanki Islands HF “Landsbanki Islands HF – Overview of operations assets and liabilities” 23rd November, 2009;
- Report sulla procedura di moratoria di Landsbanki Islands HF - Report on moratorium and other issues concerning Landsbanki Islands HF 23rd 24th November, 2009;

- Documentazione di supporto al meeting con i creditori di Kaupthing Bank HF – Creditors' meeting 20th October, 2009”;
- Report sulla procedura di moratoria di Kaupthing Bank HF - Kaupthing Bank HF Creditors' report 5th February 2009 update November/December 2009”;
- Report sulla procedura di moratoria di Glitnir banki HF - Glitnir Final Information Memorandum 14th October, 2009”;
- Documentazione di supporto al meeting con i creditori di Glitnir banki HF– Creditors' meeting 5th November, 2009”;

4. Valutazione

Ai fini della Fairness Opinion la valutazione delle Polizze è stata effettuata alla data del 31 dicembre 2009 (Data di Valutazione) utilizzando metodi di valutazione ritenuti fra i più idonei per la stima dei valori degli strumenti finanziari oggetto del presente documento.

Le polizze index linked sono contratti di assicurazione sulla vita per i quali non esiste un valore di scambio su mercati regolamentati. Le metodologie di valutazione di tali contratti assicurativi, secondo gli standard internazionali, prevedono l'utilizzo di tecniche che attribuiscono alle polizze un valore coerente con quello che gli operatori di mercato attribuirebbero agli strumenti finanziari aventi gli stessi flussi di cassa. A tal proposito si distinguono i flussi di cassa che sono replicabili da strumenti finanziari (flussi di cassa hedgeable) e flussi di cassa che non sono replicabili (flussi di cassa non hedgeable). I criteri di valutazione sono i seguenti:

- per i flussi di cassa hedgeable si utilizza il valore di mercato degli strumenti finanziari in grado di replicare i flussi di cassa;
- per i flussi di cassa non hedgeable si utilizza la somma di due elementi: il valore attuale dei flussi di cassa futuri determinati con ipotesi best estimate, più una componente di margine per il rischio determinata attraverso il costo del capitale necessario per far fronte all'incertezza della valutazione best estimate.

Le Polizze oggetto di valutazione non ancora scadute (Bipielle Azalea) sono caratterizzate dai seguenti flussi di cassa:

1. capitale a scadenza in caso di vita dell'assicurato a tale data, pari al valore degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze;
2. importo di riscatto nel caso di esercizio dell'opzione da parte del contraente prima della scadenza, pari al valore degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze;
3. capitale caso morte nel caso di premorienza dell'assicurato prima della scadenza, pari al valore degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze più una componente aggiuntiva in caso di decesso anticipato;
4. spese di gestione della polizza a carico di UGF Assicurazioni.

I flussi di cassa di cui ai punti 1 e 2 sono replicabili dagli strumenti finanziari posti a copertura delle Polizze. Il flusso di cassa di cui al punto 3 è replicabile dagli strumenti finanziari a copertura delle Polizze a cui si deve aggiungere una componente aggiuntiva per il caso morte prevista dalle condizioni contrattuali.

Il valore delle Polizze Bipielle Azalea nel suo complesso sarà pertanto costituito da:

- valore della componente obbligazionaria degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze;
- valore della componente derivata degli strumenti finanziari a copertura delle Polizze;
- valore della componente assicurativa stimato attraverso la valutazione best estimate più il margine per il rischio per la componente aggiuntiva caso morte e le spese di gestione.

Per le Polizze già scadute (Bipielle Magnolia e Bipielle Aphrodite) la valutazione consiste nella stima del tasso di recupero in caso di default dell'emittente ottenuto dai creditori al termine delle procedure di liquidazione (Recovery Rate).

Il Recovery Rate esprime la percentuale di copertura delle passività (posizioni debitorie) che si ottiene, in caso di insolvenza dell'emittente, dal presumibile valore di liquidazione degli asset. Il fair value degli asset è calcolato a partire dalla ricognizione del perimetro patrimoniale dell'entità in stato di difficoltà finanziaria, effettuata da esperti indipendenti.

Quest'ultimo approccio è stato utilizzato ai fini della presente Fairness Opinion, in quanto:

- a. la dichiarazione dello stato di crisi delle Banche Islandesi risale all'ottobre 2008 e quindi è intercorso un sufficiente arco temporale per valutare gli attivi e passivi patrimoniali di tali intermediari;
- b. per ciascuna delle Banche Islandesi la ricognizione del perimetro patrimoniale è stata condotta da un advisor nominato da FME. Ai fini della presente Fairness Opinion si è assunto che le situazioni patrimoniali risultanti dalle analisi effettuate da ciascun advisor rispondano ai requisiti di ragionevolezza e attendibilità.

In dettaglio, il Recovery Rate medio per ciascuna delle Banche Islandesi è stimato come rapporto tra il fair value delle attività totali e il fair value delle passività totali.

$$RR = \text{Total assets} / \text{Total liabilities}$$

dove:

- *RR*: Recovery Rate;
- *Total assets*: fair value delle attività iscritte a bilancio;
- *Total liabilities*: fair value delle passività iscritte a bilancio.

4.1. Valutazione Polizze Bipielle Aphrodite

4.1.1. Metodologia

Il fair value delle Polizze Bipielle Aphrodite è stato stimato moltiplicando il valore della prestazione a scadenza prevista dal contratto di assicurazione per il Recovery Rate associato all'emittente dei titoli finanziari a copertura delle Polizze stesse (Landsbanki).

4.1.2. Assunzioni e parametri

Il Recovery Rate medio di Landsbanki è stato stimato sulla base del fair value delle voci iscritte nel prospetto di bilancio alla data del 30 settembre 2009 di Landsbanki (Prospetto Landsbanki) predisposto dagli advisor², che rappresenta il documento disponibile più recente.

Il valore totale delle liabilities utile ai fini della stima del Recovery Rate di Landsbanki, pari a 3.209.918 ISK mln, è stato considerato al netto dell'importo relativo alla voce "Subordinated bonds" iscritta nel Prospetto, pari ad 216.767 ISK mln, in quanto il soddisfacimento dei diritti dei titolari di strumenti subordinati è postergato al soddisfacimento dei diritti dei titolari di titoli di debito non subordinati. Il valore totale degli assets è pari 1.163.545. ISK mln.

² Fonte: Landsbanki Iceland hf 23rd November, 2009 – "Overview of operations assets and liabilities".

<i>ISK mln (rounded)</i>	Recorded balance sheet as of 30/09/09	Estimated value of assets at 30/09/09
Asset		
Loans to Financial Institutions	427.401	174.368
Loans to customers	1.301.277	516.497
Bonds and equities	268.212	75.908
Derivates	125.845	30.418
Investments in subsidiaries	103.094	13.745
Non-current assets classiefied as held for sale	1.305	994
Other assets	20.024	6.910
Total assets without instrument from NBI hf.	2.247.158	818.840
Financial instrument from NBI hf.*		
A Bond	303.962	303.962
Interests on A Bond	12.743	12.743
Equity in NBI hf.	28.000	28.000
Total assets	2.591.863	1.163.545
Liabilities		
		Computation of liabilities using FX rate 22/04/09
Loans from Financial Institutions	(283.790)	(263.501)
Deposits from customers	(1.393.077)	(1.318.905)
Securities issued and other borrowings	(1.650.877)	(1.364.872)
Subordinated bonds	(226.144)	(216.767)
Derivatives	(223.710)	(173.380)
Other liabilities	(88.560)	(89.260)
Total liabilities	(3.866.158)	(3.426.685)

Fonte: "Landsbanki Islands hf – Overview of operations assets and liabilities" 23rd November, 2009.

<i>ISK mln</i>	
Total assets	1.163.545
Total liabilities (ex subordinated bonds)	3.209.918

Recovery Rate **36,2%**

Sulla base dei dati sopra riportati il Recovery Rate medio di Landsbanki risulta pari al 36,2%.

Tale stima non tiene conto della possibilità che sia riconosciuto un privilegio nel rimborso delle passività della banca Icesave, banca on line controllata da Landsbanki, detenute nei confronti del Governo Britannico. Icesave infatti aveva raccolto depositi da risparmiatori inglesi e, in seguito alla precedentemente descritta crisi finanziaria, non è stata in grado di far fronte alle richieste di smobilizzo della clientela. Il Governo Britannico, dopo aver rimborsato totalmente i propri concittadini, clienti di Icesave, ha fatto richiesta di risarcimento al Governo Islandese.

La commissione posta a tutela dei creditori di Landsbanki non si è ancora espressa circa la possibilità di riconoscere privilegi sulle proprie posizioni debitorie.

Tenendo in considerazione il contesto di incertezza in cui si colloca la procedura di Landsbanki, ai fini della nostra analisi, si è ritenuto di stimare il Recovery Rate sulla base della situazione patrimoniale riassunta nella precedente tabella.

Nel caso in cui venisse riconosciuto il privilegio nei confronti dei creditori di Icesave sopra menzionati, decisione soggetta a referendum popolare indetto dal Governo Islandese, la stima del

Recovery Rate medio di Landsbanki risulterebbe inferiore: in considerazione delle finalità del presente lavoro tali valori non sono stati stimati.

I valori iscritti nel Prospetto Landsbanki sono suscettibili ad oscillazioni dovute a fluttuazioni dei cambi valutari rispetto alla Corona Islandese, alle variazioni di valore degli strumenti finanziari complessi sottoscritti da Landsbanki (quali derivati, strumenti equity non quotati, ecc.) ed alle variazioni del merito creditizio delle controparti verso cui Landsbanki risulta esposta.

A fronte di queste considerazioni si è ritenuto prudenzialmente di effettuare una sensitivity analysis sulla consistenza del attivo ipotizzato compreso nell'intervallo che prevede all'estremo inferiore una variazione negativa delle attività del 25% e all'estremo superiore una variazione positiva del 25%. Tale intervallo considerato è stato definito sulla base delle indicazioni disponibili per altre banche islandesi nella stessa situazione di incertezza di Landsbanki (Es. Glitnir). Tale analisi ha permesso di stimare un Recovery Rate medio per Landsbanki compreso nell'intervallo fra 27,2% e 45,3%.

4.1.3. Valori

Alla luce delle suddette considerazioni e dei parametri precedentemente riportati, Deloitte ha stimato il fair value del titolo strutturato emesso da Landsbanki a coperture delle Polizze Bipielle Aphrodite, applicando al valore di rimborso a scadenza pari a 100³, gli estremi dell'intervallo individuato nella stima del Recovery Rate, sulla base delle consistenze patrimoniali al 30 settembre 2009 riportate nel Prospetto Landsbanki.

Nella seguente tabella si riportano in dettaglio gli intervalli relativi al fair value delle Polizze Bipielle Aphrodite:

ISIN	Valore di rimborso a scadenza (su base 100)	Recovery Rate		Fair Value (su base 100)	
		Min	Max	Min	Max
XS0210834379	100,0	27,2%	45,3%	27,20	45,30

4.2. Valutazione Polizze Bipielle Magnolia

4.2.1. Metodologia

Il fair value delle Polizze Bipielle Magnolia è stato stimato moltiplicando il valore del capitale da restituire a scadenza per il Recovery Rate associato all'emittente delle obbligazioni zero coupon a copertura (Kaupthing) e aggiungendo a tale importo il valore a scadenza dell'opzione associata alle Polizze stesse.

4.2.2. Assunzioni e parametri

Il Recovery Rate medio di Kaupthing è stato stimato sulla base del fair value delle voci iscritte nel prospetto di bilancio alla data del 30 giugno 2009 di Kaupthing (Prospetto Kaupthing) predisposto dagli advisor⁴, che rappresenta il documento disponibile più recente.

Il valore totale delle liabilities utile ai fini della stima del Recovery Rate di Kaupthing, pari 2.747.829 ISK mln, è stato considerato al netto dell'importo relativo alle voci "Subordinated loans", "Interest expenses" e "Equity", iscritte, in quanto il soddisfacimento dei diritti dei titolari di strumenti di capitale e strumenti subordinati è postergato al soddisfacimento dei diritti dei titolari di titoli di debito non subordinati. Il valore totale degli assets è pari a 774.586 ISK mln.

³ Il valore a scadenza dell'opzione embedded legata alla variazione dell'indice azionario HVB Europe Winner Index è pari a zero.

⁴ Fonte: Kaupthing Bank 20th October, 2009 – "Creditor's meeting".

<i>ISK mln (Rounded)</i>	Balance Sheet at 30/06/09	Pledged positions at 30/06/09 (1)	Known priority claims at 30/06/09 (2)	Balance sheet 30/06/09 after subtracting (1) & (2)
Assets				
Cash in hand	98.799			98.799
Loans to credit institutions	442.923	(400.024)		42.899
Loans to customers	439.521	(82.262)		357.259
Bonds and instruments	119.064	(106.720)		12.344
Shares and instruments with variable income	214.600	(179.545)		35.055
Derivatives and unpaid derivatives	246.073	0		246.073
Investments in subsidiaries	135.562	(109.485)		26.077
Other assets	9.102	0		9.102
Less: payment of known priority claims	0	0	(53.022)	(53.022)
Total assets	1.705.644	(878.036)	(53.022)	774.586
Due to credit institutions	(151.808)	0	0	(151.808)
Deposits	(2.140)	0	2.140	0
Derivatives and unpaid derivatives	(136.296)	0	0	(136.296)
Borrowings	(3.237.006)	878.036	0	(2.358.970)
Liabilities with New Kaupthing Bank	(43.335)	0	43.335	0
Other liabilities	(108.302)	0	7.547	(100.755)
Total senior liabilities	(3.678.887)	878.036	53.022	(2.747.829)
Subordinated loans	(422.624)	0	0	(422.624)
Interest expense from 22/04/09 - 30/06/09	(27.804)	0	0	(27.804)
Equity	2.423.671	0	0	2.423.671
Total liabilities and equity	(1.705.644)	878.036	53.022	(774.586)

Fonte: Kaupthing Bank 20th October, 2009 – “Creditor’s meeting” data balance sheet.

ISK mln

Total assets	774.586
Total liabilities (ex subordinated bonds)	2.747.829

Recovery Rate **28,2%**

Sulla base dei dati sopra riportati il Recovery Rate medio di Kaupthing risulta pari al 28,2%.

I valori iscritti nel Prospetto Kaupthing sono suscettibili ad oscillazioni dovute a fluttuazioni dei cambi valutari rispetto alla Corona Islandese, alle variazioni di valore degli strumenti finanziari complessi sottoscritti da Kaupthing (quali derivati, strumenti equity non quotati, ecc.) ed alle variazioni del merito creditizio delle controparti verso cui Kaupthing risulta esposta.

A fronte di queste considerazioni si è ritenuto prudenzialmente di effettuare una sensitivity analysis sulla consistenza del attivo ipotizzato compreso nell’intervallo che prevede all’estremo inferiore una variazione negativa delle attività del 25% e all’estremo superiore una variazione positiva del 25%. Tale intervallo considerato è stata definito sulla base delle indicazioni disponibili per altre banche islandesi nella stessa situazione di incertezza di Kaupthing (Es. Glitnir). Tale analisi ha permesso di stimare un Recovery Rate medio per Kaupthing compreso nell’intervallo fra 21,1% e 35,2%.

4.2.3. Valori

Alla luce delle suddette considerazioni e dei parametri precedentemente riportati, Deloitte ha stimato il fair value dell'obbligazione zero coupon emessa da Kaupthing a copertura delle Polizze Bipielle Magnolia, applicando al valore di rimborso, pari a 100, gli estremi dell'intervallo individuato nella stima del Recovery Rate, sulla base delle consistenze patrimoniali al 30 giugno 2009 riportate nel Prospetto Kaupthing.

Il valore a scadenza dell'opzione emessa da Credit Suisse First Boston International, calcolato in base al pay-off riportato nella Nota Informativa della Polizza è pari a zero.

Nella seguente tabella si riportano in dettaglio gli intervalli relativi al fair value delle Polizze Bipielle Magnolia:

ISIN	Valore di rimborso a scadenza (su base 100)	Recovery Rate		Fair Value (su base 100)	
		Min	Max	Min	Max
XS0215372847	100,0	21,2%	35,2%	21,20	35,20

4.3. Valutazione Polizze Bipielle Azalea

Le Polizze Bipielle Azalea non sono ancora scadute, la valutazione del fair value è stata effettuata secondo le linee metodologiche sopra specificate separatamente per ciascuna componente.

4.3.1. Componente obbligazionaria

4.3.1.1. Metodologia

Il valore teorico di un'obbligazione zero coupon ad una determinata data (t) si ottiene attualizzando il valore di rimborso a scadenza secondo la seguente formula:

$$V_t = \frac{100}{(1+i)^{n-t}}$$

dove:

- V_t : valore teorico all'istante t;
- i : tasso d'interesse risk free di mercato;
- $n-t$: tempo residuo alla data di scadenza dell'obbligazione.

Il tasso di attualizzazione (i) è stato stimato attraverso la curva dei tassi zero coupon nella valuta di riferimento, derivata mediante la tecnica di bootstrapping, con interpolazione esponenziale, utilizzando i seguenti dati di mercato⁵:

- *deposit rate*: tassi sui depositi con scadenze comprese tra 1 giorno ed 1 anno;
- *futures*: tassi impliciti nei contratti futures con scadenze comprese tra 3 mesi e 4 anni;
- *par swap rates*: con scadenze comprese tra 1 e 50 anni.

Al fine di determinare il fair value dell'obbligazione è necessario aggiustare il valore teorico in base alla probabilità di default di Glitnir, stimata attraverso il credit risk spread richiesto dal mercato. Tale stima solitamente viene effettuata in base al valore di mercato dei Credit Default Swap (CDS) riferiti all'emittente. Nel caso di specie non sono disponibili valori riferibili a transazioni di mercato di CDS aventi come sottostante Glitnir. Per questa ragione e considerando

⁵ Fonte: Bloomberg.

l'attuale stato di difficoltà di Glitnir si è ritenuto che una misura rappresentativa del credit risk spread sia costituita dalla stima del Recovery Rate.

4.3.1.2. Assunzioni e parametri

Il Recovery Rate medio di Glitnir è stato stimato sulla base del fair value delle voci iscritte nel prospetto di bilancio alla data del 30 giugno 2009 di Glitnir (Prospetto Glitnir) predisposto dagli advisor di FME⁶, che rappresenta il documento disponibile più recente.

Il valore totale delle liabilities utile ai fini della stima del Recovery Rate di Glitnir, pari a 13.414 Euro milioni, è stato considerato al netto dell'importo relativo alla voce "Subordinated bonds" iscritta nel Prospetto, pari ad 1.106 Euro milioni, in quanto il soddisfacimento dei diritti dei titolari di strumenti subordinati è postergata al soddisfacimento dei diritti dei titolari di titoli di debito non subordinati.

Il valore totale degli assets è pari a 4.033 Euro milioni.

<i>Euro mln (rounded)</i>	Recorded balance sheet amount as at 30/06/2009	Balances subject to set-off	Recorded balance sheet amount as at 30/06/2009 after set-off	Estimated value of assets as at 30/06/2009 and computation of liabilities
Assets				
Loans to customers	6.093	(2.574)	3.519	1.080
Loans to banks	2.529	(1.870)	659	649
Derivatives	789	(431)	358	358
Bonds and debts instruments	423	(315)	108	108
Share and equity investments	198	0	198	198
Investment in subsidiaries	1.073	0	1.073	661
Cash and balances with central banks	422	0	422	422
Other assets	0	0	0	0
Total assets before shareholding in Islandsbanki hf.	11.527	(5.190)	6.337	3.476
Shareholding in Islandsbanki hf.	0	0	0	557
Total assets	11.527	(5.190)	6.337	4.033
Liabilities				
Debt issued and other borrowed funds	(16.485)	4.201	(12.284)	(12.326)
Subordinated bonds	(1.106)	0	(1.106)	(1.106)
Derivatives	(463)	0	(463)	(463)
Wholesale deposits	(374)	0	(374)	(374)
Deposits from central banks and other banks	(12)	0	(12)	(12)
Guarantees	0	0	0	(99)
Other liabilities	(140)	0	(140)	(140)
Total liabilities	(18.580)	4.201	(14.379)	(14.520)

Fonte: Glitnir Creditor's Meeting 5th November, 2009 – press release 19th November, 2009.

<i>Euro mln</i>	
Total assets	4.033
Total liabilities (ex subordinated bonds)	13.414
Recovery Rate	30,1%

⁶ Fonte: Glitnir Final Information Memorandum 14th October, 2009 e successivo aggiornamento in base ai dati presentati nel corso del creditors' meeting del 5 novembre 2009 e rassegna stampa presente sul sito web.

Sulla base dei dati sopra riportati il Recovery Rate medio di Glitnir risulta pari al 30,1%⁷.

I valori iscritti nel Prospetto Glitnir sono suscettibili ad oscillazioni dovute a fluttuazioni dei cambi valutari rispetto alla Corona Islandese, alle variazioni di valore degli strumenti finanziari complessi sottoscritti da Glitnir (quali derivati, strumenti equity non quotati, ecc.) ed alle variazioni del merito creditizio delle controparti verso cui Glitnir risulta esposta.

La commissione posta a tutela dei creditori di Glitnir (Resolution Committee – nominata dal FME), ha stimato un presumibile valore di realizzo degli asset compreso nell'intervallo tra 3,0 Euro miliardi ed 5,0 Euro miliardi⁸.

A fronte di queste considerazioni si è ritenuto prudenzialmente di effettuare una sensitività analysis sulla consistenza del passivo in base all'intervallo di valori indicato dalla Commissione Glitnir posta a tutela dei creditori, stimando un Recovery Rate medio per Glitnir compreso nell'intervallo fra 22,4% e 37,3%.

A supporto delle analisi condotte si evidenzia che l'information provider Bloomberg riporta attese in merito al Recovery Rate di Glitnir comprese nell'intervallo fra 22,0% e 36,0%⁹.

4.3.1.3. Valori

Alla luce delle suddette considerazioni e dei parametri precedentemente riportati, Deloitte ha stimato il fair value della componente obbligazionaria del titolo strutturato emesso da Glitnir a coperture delle Polizze Bipielle Azalea, applicando al valore teorico stimato al 31 dicembre 2009 gli estremi dell'intervallo individuato nella stima del Recovery Rate, sulla base delle consistenze patrimoniali al 30 giugno 2009 riportate nel Prospetto Glitnir.

Nella seguente tabella si riportano in dettaglio gli intervalli relativi al fair value della componente obbligazionaria:

ISIN	Valore teorico al 31/12/2009 (su base 100)	Recovery Rate		Fair Value (su base 100)	
		Min	Max	Min	Max
XS0218318326	99,62	22,4%	37,3%	22,28	37,13

4.3.2. Componente derivata

4.3.2.1. Metodologia

Lo strumento finanziario oggetto di valutazione è da classificarsi come opzione plain vanilla con pay-off legato all'andamento del tasso di cambio Euro/Dollaro USA registrato durante la vita dello strumento.

In generale, il valore di un'opzione secondo il framework definito dal modello di Black, Scholes e Merton è il valore attuale del pay-off atteso alla scadenza sotto l'ipotesi di random walk neutrale rispetto al rischio per il sottostante.

Secondo tale modello, il valore del sottostante segue, in coerenza con la cosiddetta forma debole dell'efficienza dei mercati, un processo stocastico di tipo markoviano.

⁷ Il Recovery Rate medio stimato sulla base del prospetto comunicato nel Final Information Memorandum di Glitnir del 14 ottobre 2009, era pari a circa il 32,0%. Rispetto a tale periodo il Recovery Rate medio ha subito una diminuzione di circa 1,9%, a seguito di un incremento della voce "Debt issued and other borrowed funds".

⁸ Fonte: Glitnir Final Information Memorandum 14th October 2009 e Glitnir Creditor's Meeting 5th November, 2009.

⁹ Glitnir's Creditors May Get a Little as 22% of Claims Covered – 28th September, 2009, Bloomberg.

In questo modello la variazione del rendimento di una variabile di mercato in un certo intervallo di tempo può essere descritta utilizzando il moto geometrico browniano espresso, nella sua forma più generale, dall'equazione differenziale stocastica:

$$S_j(T + \delta T) = S_j(T) \exp \left(\left(r - r_f - \frac{\sigma_i^2}{2} \right) \delta T + \sigma_i \varepsilon_i \sqrt{\delta T} \right)$$

che rappresenta il valore della variabile aleatoria S_j (in questo caso il tasso di cambio) al tempo $T + \delta T$ rispetto al suo valore al tempo T . Nell'equazione, r è il tasso di rendimento risk free per la valuta nazionale, r_f il tasso di rendimento risk free per la valuta estera, σ_i la deviazione standard della variabile aleatoria considerata ed ε_i è un valore aleatorio estratto da una normale standard indipendente ed identicamente distribuita.

Le caratteristiche del pay-off e del sottostante permettono di valutare lo strumento in formula chiusa e senza far ricorso ad algoritmi di simulazione. In particolare, lo strumento è stato valutato utilizzando le formule di Black e Scholes.

4.3.2.2. Assunzioni e parametri

I parametri di mercato utilizzati nelle valutazioni sono stati reperiti dall'information provider Bloomberg con riferimento alla Data di Valutazione.

Per il calcolo del fair value degli strumenti oggetto di valutazione sono stati utilizzati:

- serie storica del tasso di cambio Euro/Dollaro USA;
- tassi di interesse risk free per le singole valute (EUR, USD);

Per la stima della volatilità sono state utilizzate le volatilità implicite nei valori delle opzioni quotate, tenendo opportunamente in considerazione la moneyness e la scadenza dei contratti;

La curva dei tassi zero coupon nella valuta di riferimento (Euro), necessaria per l'attualizzazione dei futuri flussi di cassa, è stata determinata mediante la tecnica di bootstrapping, in modo analogo a quanto effettuato per la valutazione della componente obbligazionaria.

I flussi di cassa attesi sono stati attualizzati ad un tasso risk free, dove come proxy del tasso risk free, in coerenza all'uso prevalente nei mercati europei, sono stati utilizzati i tassi interbancari, sebbene essi incorporino una minima componente di rischio di credito.

4.3.2.3. Valori

Il Fair Value di uno strumento finanziario derivato è l'aggregato delle componenti Valore teorico, Costo di copertura e Margine.

La componente Valore teorico è stata da noi stimata sulla base di modelli e principi finanziari conformi alle metodologie generalmente riconosciute nel mercato, come descritto nei paragrafi precedenti. Tale Valore teorico viene riportato nella tabella sottostante ed è espresso in percentuale del valore nominale.

ISIN	Valore Teorico (su base 100)
XS0218318326	3,21

La componente Costo di copertura rappresenta lo spread denaro/lettera applicato in normali condizioni di mercato quale costo di gestione del rischio.

La componente Margine è funzione della tipologia, della complessità e della durata del prodotto. Essa copre il rischio di credito e tutti gli altri rischi riconducibili all'operatività in derivati, quali i rischi operativi e legali, i costi di gestione ed amministrativi ed i costi di strutturazione del prodotto.

È evidente che le suddette componenti Costo di copertura e Margine non possano essere quantificate, in quanto peculiari dei portafogli degli emittenti, delle caratteristiche delle coperture utilizzate e, più in generale, del modello di business della banca.

Sulla base di criteri di ragionevolezza riteniamo di poter considerare come un possibile tetto indicativo per tali componenti nella misura di 1,00%.

Alla luce delle suddette considerazioni e dei parametri precedentemente indicati, nella tabella sottostante si riportano gli intervalli di valore stimati con riferimento al fair value degli strumenti finanziari derivati inclusi nelle Polizze alla Data di Valutazione.

Fair Value Comp. Derivata (su base 100)

ISIN	Min	Max
XS0218318326	2.21	3.21

4.3.3. Componente assicurativa

4.3.3.1. Metodologia

La componente assicurativa delle Polizze oggetto di valutazione consta della maggiorazione prevista in caso di decesso anticipato prima della scadenza rispetto al controvalore del contratto determinato dalla moltiplicazione del capitale investito per la quotazione del titolo al momento in cui si verifica l'evento, così come descritto nella documentazione informativa. Dal punto di vista dell'assicurato questa maggiorazione rappresenta l'unico flusso di cassa futuro "atteso". Dal punto di vista della compagnia di assicurazioni a questi flussi si aggiungono le spese di gestione delle Polizze fino alla loro completa estinzione. Al fine di esprimere una valutazione al fair value che tenga conto di tutti i flussi di cassa, anche per motivi di natura prudenziale, sono stati considerati sia i flussi in caso di decesso anticipato sia le spese di gestione.

Questi flussi di cassa non sono replicabili da strumenti finanziari, pertanto la loro valutazione viene fatta come somma di due componenti distinte:

- la componente best estimate stimata come valore attuale medio (in senso probabilistico) dei flussi di cassa attesi;
- la componente di margine per il rischio stimata attraverso l'approccio del Costo del Capitale necessario a supportare la variabilità potenziale della stima best estimate.

L'approccio del valore attuale medio prevede la proiezione dei futuri flussi di cassa attesi mediante le probabilità attese relative all'evento considerato, in questo caso il decesso. L'attualizzazione di tali flussi è effettuata utilizzando una curva priva di rischio.

L'approccio del Costo del Capitale prevede le seguenti attività:

1. la stima del capitale necessario a far fronte ai flussi di cassa oggetto di valutazione in scenari inattesi;
2. il calcolo del costo di lock-in del capitale determinato al punto precedente (necessità di vincolare tale capitale a supporto del business oggetto di valutazione) utilizzando un fattore di costo del capitale.

4.3.3.2. Assunzioni e parametri

Per la stima della componente best estimate della maggiorazione in caso di decesso anticipato sono state utilizzate le indicazioni sulla mortalità effettiva del portafoglio di contratti di risparmio fornite dalla compagnia di assicurazioni. Tale mortalità è espressa con riferimento alla tavola demografica distinta per sesso S.I. 1992 con una riduzione dei quozienti di mortalità pari al 40%.

La maggiorazione in caso di decesso anticipato è funzione dell'età dell'assicurato alla data di decorrenza delle Polizze come di seguito riportato:

Età all'ingresso	Maggiorazione
18-49	10%
oltre 49	1%

La maggiorazione in caso di decesso anticipato è inoltre funzione della quotazione del titolo strutturato. A questo scopo si è ipotizzato di considerare come importo di riferimento per la maggiorazione il valore del titolo alla data di valutazione (31-12-2009) risultante dalla somma delle sue componenti obbligazionaria e derivata.

Per la stima della componente best estimate delle spese di gestione è stato utilizzato il dato di costo medio di gestione di prodotti index fornito dalla compagnia e pari a 39 Euro annui per contratto.

Per la stima della componente di margine per il rischio con l'approccio del Costo del Capitale sono stati utilizzati i seguenti parametri:

1. il capitale necessario è stato definito come il livello di capitale sufficiente a far fronte a scenari inattesi determinati da un incremento della mortalità pari al 15,0% e un incremento delle spese di gestione pari al 10,0% rispetto alle stime best estimate;
2. il fattore di costo del capitale è stato definito in misura pari al 6,0% in eccesso del tasso risk-free.

Questi fattori sono coerenti con quelli indicati all'interno della documentazione tecnica relativa alla metodologia di determinazione del capitale di solvibilità delle compagnie di assicurazione che si sta definendo a livello europeo e che fa parte della normativa cosiddetta Solvency II.

4.3.3.3. Valori

La maggiorazione della prestazione in caso di decesso anticipato dipende dall'età dell'assicurato alla data di decorrenza della Polizza. Il valore della componente caso morte dipende inoltre dal sesso, dall'età raggiunta dall'assicurato alla data di valutazione e dalla durata residua del contratto. Nella tabella che segue si riporta il valore medio, minimo e massimo della componente caso morte per intervalli di età raggiunta dall'assicurato alla Data di Valutazione (corrispondenti agli intervalli di definizione della maggiorazione). Il valore medio in ogni intervallo di età e sesso è stato calcolato con una media semplice. Si osservi che i valori sono espressi su base 100 di controvalore del titolo a copertura.

Fair Value "best estimate componente Caso Morte (su base 100)					
Sesso	Intervallo di Età		Medio	Min	Max
M	23	54	0,01	0	0,02
M	55	85	0,02	0	0,05
F	23	54	0,00	0	0,01
F	55	85	0,01	0	0,05

Nella tabella seguente si riporta la valutazione complessiva della componente assicurativa ottenuta sommando la componente caso morte minima e massima, la componente per spese di gestione e il margine per il rischio. Tale valutazione è espressa su base 100 di capitale investito tenendo conto del valore fair value del titolo strutturato (somma della componente

obbligazionaria e derivata stimata come descritto in precedenza). Il margine per il rischio della componente caso morte e per spese di gestione è stato aggregato per motivi di non materialità. Si osserva che la valutazione puntuale della componente caso morte per ogni singolo assicurato può differire dalla minima e massima.

Componenti	Valori (su base 100)
Caso Morte Minimo	0,00
Caso Morte Massimo	0,03
Spese di gestione	0,11
Margine per il rischio	0,00
Totale minimo	0,11
Totale massimo	0,14

4.3.4. Sintesi Valutazione Polizza Bipielle Azalea

Alla luce delle suddette considerazioni nella tabella sottostante si riportano gli intervalli di valore per ogni componente del fair value della Polizza Bipielle Azalea.

Polizza	Fair Value (su base 100)						Fair Value tot. Min	Fair Value tot. Max
	Comp. obbligaz.	Comp. obbligaz.	Comp. derivata	Comp. derivata	Comp. assicur.	Comp. assicur.		
	Min	Max	Min	Max	Min	Max		
Bipielle Azalea	22,28	37,13	2,21	3,21	0,11	0,14	24,60	40,48

5. Sintesi valutazioni

Nella tabella sottostante si riporta una comparazione tra il fair value delle Polizze e la stima del valore delle Nuove Obbligazioni, che è stato ottenuto applicando al tasso IRS a 5 anni alla data del 31 Dicembre 2009, uno spread compreso tra 170 e 185 bps come previsto nel documento dell'OPS.

Polizza	Fair Value tot.		Valore di rimborso Nuove Obbligazioni	
	Min	Max	Min	Max
Bipielle Aphodite	27,20	45,30	79,63	80,21
Bipielle Magnolia	21,20	35,20	79,63	80,21
Bipielle Azalea	24,60	40,48	79,63	80,21

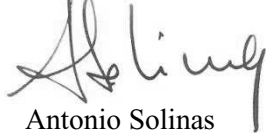
Si ricorda che ad ogni Aderente all'OPS verrà riconosciuto un numero di Nuove Obbligazioni e un congruo in denaro, determinati secondo le modalità riportate al precedente paragrafo 1.1.

Poiché le analisi valutative hanno portato all'individuazione di ambiti di valore delle Polizze sistematicamente inferiori ai prezzi di emissione delle Nuove Obbligazioni, ne consegue che l'operazione proposta risulta economicamente congrua per gli Aderenti.

6. Conclusioni

Tenuto conto del lavoro svolto, dei limiti indicati al capitolo 2. e delle assunzioni indicate ai paragrafi 4.1.2, 4.2.2, 4.3.1.2, 4.3.2.2 e 4.3.3.2 si ritiene che i termini e le condizioni economiche dell'operazione descritte al paragrafo 1.1 siano congrui da un punto di vista economico – finanziario per gli Aderenti all'OPS.

DELOITTE FINANCIAL ADVISORY SERVICES S.P.A.



Antonio Solinas
Partner