



## PRESS RELEASE

Milan, June 29, 2012 – On the request of CONSOB we publish the letter received on June 28, 2012 by Sator Capital Limited and Palladio Finanziaria S.p.A.

### **Press Office**

Tel. +39 02-64029101

### **Investor Relations**

Giancarlo Lana  
Floriana Amari  
Tel. +39 011-66 57 642  
Tel. +39 02-64 02 25 74  
investorrelations@fondiaria-sai.it

### **AD Hoc Communication Advisor**

Sara Balzarotti  
Mob. +39 335 1415584  
Pietro Cavalletti  
Mob. +39 335 1415577

Al Consiglio di amministrazione di Fondiaria-Sai S.p.A. e, per esso, al

Dott. Cosimo Rucellai

Presidente del Consiglio di Amministrazione di Fondiaria-Sai S.p.A.

Corso Galileo Galilei, 12

10126 Torino

e, p.c.

Al Collegio Sindacale e, per esso, al

Dott. Giuseppe Angiolini

Presidente del Collegio Sindacale di Fondiaria-Sai S.p.A.

Corso Galileo Galilei, 12

10126 Torino

e, p.c. altresì

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

c.a. della Dott.ssa Giulia Maria Ligresti

Presidente del Consiglio di Amministrazione

Via Daniele Manin n. 37

20121 Milano

*A mezzo raccomandata A/R, anticipata via telefax al n. 011- 6657685 e al n. fax: 02 - 66704832*

Milano, 28 giugno 2012

**Oggetto: Offerta per l'investimento nel capitale di Fondiaria-Sai S.p.A.**

*RM* *MB*

Gentile Dottore,

come già anticipato nel corso dell'assemblea di FonSai tenutasi il 27 giugno u.s., Sator Capital Limited, per conto di Sator Private Equity Fund "A" L.P. ("**Sator**") e Palladio Finanziaria S.p.A. ("**Palladio**" e, congiuntamente a Sator, gli "**Investitori**") sono addivenute alla comune decisione di presentare la presente offerta ("**Offerta**"), finalizzata a consentire a FonSai di realizzare la ricapitalizzazione necessaria al suo rafforzamento patrimoniale (l' "**Operazione**").

L'Operazione consiste in un aumento di capitale di FonSai per un importo non inferiore a Euro 800.000.000 (l' "**Aumento di Capitale**"), in luogo dell'aumento di capitale deliberato dall'assemblea di FonSai in data 27 giugno u.s., così strutturato:

- (i) un importo di Euro 400.000.000, in esecuzione di un aumento di capitale riservato ai sensi dell'art. 2441, comma 5, c.c., agli Investitori, che lo sottoscriveranno mediante una società di nuova costituzione ("**Newco**") da essi controllata (l' "**Aumento di Capitale Riservato**"), per un prezzo di emissione compreso tra Euro 2 ed Euro 2,5 per azione; e
- (ii) un importo pari almeno ad Euro 400.000.000, in esecuzione di un successivo aumento di capitale offerto in opzione agli azionisti di FonSai ai sensi dell'art. 2441, commi 1, 2 e 3 c.c. ("**Aumento di Capitale in Opzione**"), per un prezzo non superiore alla metà del prezzo determinato per l'Aumento di Capitale Riservato.

La sottoscrizione da parte degli Investitori, tramite Newco, di una quota del capitale di FonSai ad un prezzo almeno doppio rispetto a quello destinato al mercato consente di strutturare un'operazione in cui il maggior valore rispetto alle quotazioni di borsa non viene riconosciuto solo a Premafin, azionista di maggioranza relativa ma, più correttamente, direttamente alla società e a tutti i suoi azionisti, tra cui ovviamente anche Premafin.

La società di consulenza Vitale & Associati ha predisposto una *fairness opinion*, qui allegata, la quale ha evidenziato gli aspetti migliorativi, avuto riguardo agli interessi degli azionisti FonSai, rispetto al Progetto UGF.

Con riferimento alla capacità finanziaria degli Investitori, si precisa che:

- Sator ha ad oggi una residua capacità di investimento, nell'ambito del proprio fondo, pari a complessivi Euro 360 milioni. Il gruppo Sator è sottoposto, ai diversi livelli, alla vigilanza di Banca d'Italia, nonché di FSA e FINMA, rispettivamente autorità di controllo inglese e svizzera. Il fondo di di Sator è stato autorizzato a detenere una partecipazione di controllo di diritto in una banca quotata nel mercato regolamentato italiano;
- Palladio ha un patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2011 pari a Euro 455 milioni ed ha mezzi liquidi che, in aggiunta alla disponibilità manifestatale da un istituto finanziario di primario *standing*, le consente di disporre delle risorse finanziarie per sottoscrivere la parte di sua spettanza dell'Aumento di Capitale Riservato;
- inoltre, entro il giorno precedente la data in cui si terrà l'assemblea straordinaria di Premafin convocata su richiesta del Custode, e subordinatamente alla sottoscrizione di un accordo di investimento vincolante tra gli Investitori e FonSai avente ad oggetto l'Operazione da realizzare secondo i termini e alle condizioni della presente Offerta, gli Investitori sono disponibili, anche per conto della costituenda NewCo, a fornire una garanzia bancaria per l'importo dell'Aumento di Capitale Riservato.

Quanto al consorzio di garanzia e collocamento per il buon esito dell'Aumento di Capitale in Opzione, gli Investitori confermano la propria disponibilità a ricevere l'incarico per la promozione e costituzione del predetto consorzio, atteso che, peraltro, gli stessi, già da tempo, hanno ricevuto manifestazioni di interesse a partecipare allo stesso per una quota rilevante del rischio-mercato.

Gli Investitori ritengono che l'Offerta consenta a FonSai di realizzare l'operazione di ricapitalizzazione necessaria al suo rafforzamento patrimoniale, nel senso richiesto dall'Autorità di Vigilanza, e contemporaneamente a Premafin di valorizzare il proprio investimento in FonSai sulla base di un piano di ristrutturazione del debito ex art. 67 equivalente a quello della prima fase del piano già approvato in data 13 giugno 2012 ("**Piano di Risanamento**").

Rinviano anche all'*opinion* rilasciata da Vitale & Associati in ordine alla comparazione delle proposte alla Vostra attenzione e allegata all'Offerta, gli Investitori ritengono che entro l'orizzonte temporale previsto dal Primo Finanziamento Senior, la redditività prospettica di FonSai, confermata dal significativo miglioramento del ciclo industriale avviato già nel corso del 2011 e del 2012 ed in linea con il piano industriale presentato dagli investitori, sia in grado di consentire a Premafin: a) di realizzare proventi da dividendi per far fronte al servizio degli oneri finanziari generati dall'indebitamento; b) di rimborsare completamente l'attuale esposizione debitoria, senza peraltro chiedere alcun sacrificio alle banche finanziatrici di Premafin diverso dal riscadenziamento già previsto nel Piano di Risanamento, c) di valorizzare pienamente l'investimento in FonSai a beneficio dei propri azionisti.

L'Operazione e gli impegni assunti dagli Investitori sono subordinati al verificarsi delle seguenti condizioni sospensive che potranno essere rinunciate – in tutto o in parte – dagli Investitori:

- (i) la conferma da parte di CONSOB circa l'assenza di un obbligo di Newco e/o degli Investitori di promuovere un'offerta pubblica di acquisto su azioni FonSai e Milano Assicurazioni S.p.A. ("**Milano**"), per effetto della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale, ai sensi dell'art. 49, comma 1, lettera b(1) (iii), del Regolamento Emittenti della CONSOB, qualora, a seguito dell'Operazione, Newco e/o gli Investitori dovessero arrivare a detenere nel capitale sociale di FonSai una partecipazione che ecceda una qualsiasi delle soglie rilevanti ai fini dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto nonché, per quanto concerne Milano, in virtù dell'inapplicabilità dell'art. 45 del Regolamento Emittenti della CONSOB;
- (ii) l'ottenimento di tutte le autorizzazioni necessarie al perfezionamento dell'Operazione da parte delle Autorità competenti.

La presente Offerta è valida sino al 10 agosto p.v., fermo restando che gli Investitori avranno il diritto di ritenerla unilateralmente decaduta qualora si verifichi anche una sola delle seguenti circostanze:

1. che il Consiglio di Amministrazione di Premafin non convochi, entro 7 giorni dalla data odierna, l'Assemblea Premafin;
2. che, entro 40 giorni dalla data odierna, non si svolga l'Assemblea Premafin o essa non revochi la delibera di aumento di capitale assunta il 12 giugno u.s. ovvero adotti una qualsiasi deliberazione che non possa conciliarsi con la realizzazione dell'Operazione;
3. che venga eseguito l'aumento di capitale deliberato da FonSai il 27 giugno u.s.;
4. che Premafin non avvii, entro 15 giorni dalla data odierna, trattative con il ceto creditorio per integrare il Piano di Risanamento al fine di renderlo compatibile anche con l'Operazione nel senso sopra indicato;

5. che FonSai, entro 15 giorni dalla data odierna, non avvii le attività necessarie per individuare, nell'ambito dell'intervallo compreso tra Euro 2 ed Euro 2,5 per azione, il prezzo di sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Riservato;

6. che non venga consentito, entro 10 giorni dalla data odierna, agli Investitori l'accesso alla documentazione che ha già costituito oggetto della *due diligence* da parte di rappresentanti del Gruppo Unipol, al fine di confermare il prezzo puntuale di emissione delle azioni ordinarie rivenienti dall'Aumento di Capitale Riservato;

Resta ferma la nostra disponibilità a valutare la modifica dei termini dell'Operazione sulla base di eventuali richieste dell'Autorità di Vigilanza.

Gli Investitori e FonSai si impegnano sin d'ora: (i) a porre in essere tutte le misure che di volta in volta risultino necessarie a tutelare, a mantenere confidenziali e riservate, e a non utilizzare o divulgare in pregiudizio dell'altra parte, e/o comunque a favore di terzi, né in tutto né in parte, in qualunque forma, tutte le informazioni e i dati dell'altra parte di cui siano venuti a conoscenza in relazione all'Operazione; (ii) a non utilizzare, né in tutto né in parte, qualsiasi informazione ricevuta dall'altra parte per fini diversi dalla realizzazione dell'Operazione. Gli obblighi di confidenzialità e riservatezza quivi disciplinati s'intenderanno operare per tutta la durata della presente Offerta ed anche successivamente alla scadenza della medesima, e ciò per un periodo di 6 (sei) mesi.

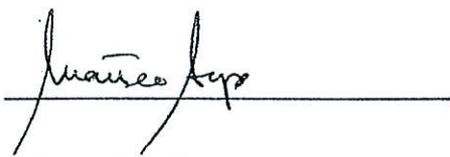
La presente Offerta deve essere interpretata in conformità alla legge italiana. Per ogni controversia relativa all'interpretazione ed esecuzione di quanto previsto nella presente Offerta, si intenderà esclusivamente competente il Foro di Milano.

**Sator Capital Limited**

in nome e per conto di  
Sator Private Equity Fund, "A" L.P.

**Dott. Matteo Arpe**

Presidente dell'*Investment Committee*



**Palladio Finanziaria S.p.A.**



**Dott. Roberto Meneguzzo**

Amministratore Delegato

VITALE & ASSOCIATI S.P.A.

Spettabili

Palladio Finanziaria S.p.A  
Strada Statale Padana verso Verona, 6  
36100 Vicenza (VI)

Alla cortese attenzione dell'Amministratore Delegato, dottor Roberto Meneguzzo

e

Sator Capital Limited  
in nome e per conto di Sator Private Equity Fund, "A" L.P.  
14 Golden Square  
London W1F 9JF  
Inghilterra

Alla cortese attenzione del Presidente dell'Investment Committee, dottor Matteo Arpe

Milano, 25 giugno 2012

Egregi Signori,

facciamo riferimento alle ipotesi circa possibili operazioni di finanza straordinaria (in generale l'"Operazione") aventi tra l'altro ad oggetto la ricapitalizzazione, attraverso differenti modalità, di Fondiaria-SAI S.p.A. ("Fondiaria SAI"), a sua volta azionista di controllo di Milano Assicurazioni S.p.A. ("Milano Assicurazioni"), formulate rispettivamente da: (i) Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. ("UGF") inizialmente per il tramite dell'accordo stipulato con Premafin Finanziaria SpA ("Premafin") in data 29 gennaio 2012 e successivamente integrata in data 6 giugno 2012 (la "Proposta UGF"); e (ii) Sator Capital Limited, per conto di Sator Private Equity Fund "A" L.P. ("Sator") e Palladio Finanziaria S.p.A. ("Palladio" e, congiuntamente a Sator, "Sator-Palladio"), inizialmente in data 9 maggio 2012 e successivamente aggiornata in data 8 giugno 2012 (la "Proposta Sator-Palladio" e, congiuntamente alla Proposta UGF, le "Proposte"), il tutto come meglio riassunto nel seguito.

In tale contesto, Sator e Palladio hanno richiesto a Vitale & Associati S.p.A. ("Vitale & Associati") di esprimere la propria opinione in relazione ai principali profili e implicazioni di ordine economico e finanziario per gli azionisti di Fondiaria SAI connessi alle due Proposte, considerate in ottica comparativa (l'"Opinion"). Sator e Palladio, contestualmente, hanno indicato a Vitale & Associati di essere confidenti di poter disporre, direttamente e tramite ulteriori investitori dagli stessi

individuati, di mezzi finanziari sufficienti a garantire, ove necessario, l'integrale sottoscrizione del complessivo aumento di capitale di Euro 800 mln previsto nella relativa Proposta.

La presente *Opinion* è indirizzata a Sator e Palladio per il relativo uso esclusivo. Pertanto, essa ha contenuto strettamente riservato, non può essere utilizzata per finalità differenti da quelle per le quali è stata redatta e non può essere comunicata a terzi senza il preventivo assenso scritto di Vitale & Associati. Sator e Palladio, ove lo ritengano opportuno, potranno far visionare la presente *Opinion* a Fondiaria e/o Premafin e/o ai relativi azionisti.

Si precisa che Vitale & Associati non ha svolto la funzione di consulente finanziario di Sator e Palladio in relazione alle operazioni contemplate nelle Proposte e oggetto di considerazione nella presente *Opinion*, né è stata richiesta a Vitale & Associati, o comunque si fornisce con la presente *Opinion*, alcuna opinione o raccomandazione riguardo alla decisione di intraprendere specifiche operazioni. La presente *Opinion* rappresenta il solo lavoro sviluppato da Vitale & Associati riguardo all'Operazione.

Le considerazioni effettuate sono state redatte nel contesto di riferimento per l'Operazione e si riferiscono esclusivamente alle finalità sopra indicate. Pertanto, con la presente *Opinion* non si esprime, tra l'altro, alcuna opinione riguardo ai valori futuri di alcuna delle società coinvolte nell'Operazione. Per tale motivo, eventuali riferimenti valutativi impiegati ai fini dello svolgimento delle analisi richiamate nella presente *Opinion* non hanno lo scopo di rappresentare, e non potranno in alcun modo essere considerati quali, stime del valore economico e/o di mercato, attuale o prospettico, di alcuna delle società coinvolte nell'Operazione, ma esclusivamente quali elementi di riferimento in ordine alle considerazioni effettuate, con le qualificazioni in esse contenute. Analogamente, il lavoro condotto e tutte le analisi effettuate ai fini dell'*Opinion* non riflettono valutazioni soggettive proprie di un processo negoziale o di determinazione di possibili prezzi in uno specifico contesto. Per la stessa ragione, essendo focalizzata esclusivamente sull'analisi dei principali profili di natura strettamente economica e finanziaria, la presente *Opinion* non ha la finalità di condurre, e non concerne, analisi di diversa natura, ivi inclusi, a titolo esemplificativo e non esaustivo, profili di ordine industriale, contabile, fiscale, ecc.

Le conclusioni da noi raggiunte e rappresentate in questa *Opinion* si fondano sul complesso delle analisi e stime effettuate, con la conseguenza che nessuna parte del lavoro svolto potrà essere utilizzato o considerato disgiuntamente dalle altre parti del medesimo.

Ai fini della predisposizione della presente *Opinion*, Vitale & Associati ha analizzato esclusivamente informazioni pubblicamente disponibili, confidando nella veridicità, accuratezza e completezza di tali informazioni. Vitale & Associati non ha svolto alcuna *due diligence* o altra verifica autonoma in merito all'attendibilità di tali informazioni, né ha svolto alcuna analisi e/o *due diligence* circa la consistenza e/o la qualità di specifiche poste patrimoniali delle società coinvolte dell'Operazione. Al fine di fare unicamente riferimento ad informazioni di natura pubblica, non è stato inoltre dato rilievo alle differenti valutazioni in merito ad alcune poste contabili evidenziate, secondo quanto riportato da organi di stampa, in documentazione presa in considerazione dal Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI, per quanto potenzialmente tali differenze possano essere di impatto rilevante. In ragione di quanto sopra esposto, pertanto, Vitale & Associati non assume alcuna responsabilità, espressa o implicita, circa l'accuratezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni utilizzati ai fini della predisposizione della presente *Opinion*.

Vitale & Associati, inoltre, ha fatto affidamento su quanto rappresentato da Sator e Palladio circa la relativa confidenza di poter disporre di mezzi finanziari sufficienti a garantire, ove necessario, l'integrale sottoscrizione del complessivo aumento di capitale di Euro 800 mln previsto nella relativa Proposta, così come ha fatto affidamento sulla conclusione positiva delle attività volte alla finalizzazione del consorzio di garanzia dell'aumento di capitale di Fondiaria SAI previsto nel caso

della Proposta UGF. I termini di raffronto delle Proposte e le conclusioni indicate nella presente *Opinion* nell'ottica degli azionisti di Fondiaria SAI, potrebbero risultare diversi, anche in misura determinante, qualora le suddette attività volte a garantire la disponibilità dei mezzi finanziari necessari al fine dell'esecuzione delle Proposte prese in esame non dovessero essere, per qualsiasi ragione, completate.

Riguardo ad eventuali dati e stime previsionali pubblicamente disponibili e presi in considerazione, Vitale & Associati ha fatto affidamento sul fatto che tali elementi siano corretti, basati su stime ragionevoli e raggiungibili, frutto del giudizio più accurato possibile del management delle società interessate, ove del caso, e adeguatamente rappresentativi delle diverse condizioni (giuridiche, economiche, di mercato, ecc.) nelle quali si prevede si svilupperà l'attività delle società coinvolte nell'Operazione. Anche in relazione a tali circostanze, nulla di quanto riportato nell'*Opinion* potrà essere considerato come una garanzia o un'indicazione circa specifici risultati prospettici di alcuna delle società coinvolte nell'Operazione.

La presente *Opinion* è basata sul quadro normativo vigente e sulle altre condizioni generali di contesto prevalenti alla data della stessa. Non si esprime alcuna opinione riguardo alla permanenza di tali condizioni o all'effetto che un relativo mutamento potrebbe produrre sulle analisi e considerazioni effettuate.

La presente *Opinion* è riferita alla data indicata all'inizio della presente. Si precisa che, sebbene Vitale & Associati si riservi il diritto di modificare o ritirare la presente *Opinion* qualora intervengano modifiche nelle circostanze di fatto o nel quadro informativo di riferimento che possano indurre ad un cambiamento nelle conclusioni espresse nella stessa, Vitale & Associati non avrà nessun obbligo a aggiornare o rivedere le proprie conclusioni.

\* \* \*

L'Opinione si articola nei seguenti ulteriori paragrafi:

1. Sintesi della Proposta UGF
2. Sintesi della Proposta Sator Palladio
3. Analisi in ottica comparativa dei principali profili e implicazioni di ordine economico e finanziario delle Proposte per gli azionisti di Fondiaria SAI
4. Considerazioni conclusive

#### **1. Sintesi della Proposta UGF**

In data 29 gennaio 2012 UGF e Premafin hanno sottoscritto un accordo di investimento che disciplina un progetto di ricapitalizzazione di Fondiaria SAI, nel quadro di un più articolato progetto di ricapitalizzazione e quindi di integrazione societaria che vede coinvolte altresì le società Unipol Assicurazioni S.p.A. ("Unipol Assicurazioni") e Milano Assicurazioni, oltre a Premafin medesima. La Proposta UGF è stata successivamente integrata in data 6 giugno 2012.

In estrema sintesi, la Proposta UGF si articola nelle seguenti principali e inscindibili operazioni:

- predisposizione da parte di Premafin di un piano idoneo a consentire il risanamento della propria esposizione debitoria e ad assicurare il riequilibrio della propria situazione finanziaria ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 67, comma 3, letto d) della Legge Fallimentare;

- dotazione da parte di UGF di risorse finanziarie in favore di Premafin, per un ammontare di massimi Euro 400 mln, attraverso la sottoscrizione di un aumento di capitale riservato a UGF deliberato da Premafin ai sensi e per gli effetti di cui all'articolo 2441, comma 5, c.c.;
- utilizzo da parte di Premafin delle risorse finanziarie derivanti dal suddetto aumento di capitale al fine di consentire l'integrale sottoscrizione, da parte sua e di Finadin S.p.A. Finanziaria di Investimenti ("Finadin"), per le quote di rispettiva pertinenza, dell'aumento di capitale di Fondiaria SAI (deliberato in data 19 marzo 2012) dell'importo complessivo di Euro 1.100 mln, comprensivo di eventuali sovrapprezzi, da eseguirsi entro il 31 dicembre 2012;
- dotazione da parte di UGF di risorse finanziarie in favore di Unipol Assicurazioni, per un ammontare di massimi Euro 600 mln, mediante la sottoscrizione di un apposito aumento di capitale;
- fusione per incorporazione in Fondiaria SAI di Unipol Assicurazioni, Premafin e Milano Assicurazioni.

Al fine di dotarsi delle risorse necessarie per far fronte ai suddetti impegni di sottoscrizione in Premafin e Unipol Assicurazioni, UGF procederebbe preliminarmente a propria volta ad un aumento di capitale dell'importo previsto di Euro 1.100 mln.

Tenuto conto degli effetti delle operazioni di ricapitalizzazione considerate e dei rapporti di cambio negoziati e approvati dai consigli di amministrazione di tutte le società coinvolte, la Proposta UGF prevede un assetto azionario finale con partecipazioni, riferite al capitale sociale ordinario di Fondiaria SAI post fusione, pari al 61% per UGF, 27,45% per gli azionisti Fondiaria SAI diversi da Premafin, 10,7% per gli azionisti di Milano Assicurazioni diversi da Fondiaria SAI e 0,85% per Premafin.

## 2. Sintesi della Proposta Sator-Palladio

La Proposta di Sator-Palladio, come aggiornata in data 8 giugno 2012, prevede di pervenire alla ricapitalizzazione di Fondiaria SAI esclusivamente per il tramite dell'incremento del relativo capitale per un importo complessivo, inclusi eventuali sovrapprezzi, non inferiore a Euro 800 mln, articolato come segue:

- un importo di Euro 400 mln in esecuzione di un aumento di capitale riservato ai sensi dell'art. 2441, comma 5, c.c., a Sator-Palladio, da sottoscrivere per il tramite di una società di nuova costituzione dagli stessi controllata, ad un prezzo di emissione compreso tra Euro 2 ed Euro 2,5 per azione; e
- un importo pari almeno ad Euro 400 mln in esecuzione di un successivo aumento di capitale offerto in opzione a tutti gli azionisti di Fondiaria SAI ai sensi dell'art. 2441, commi 1, 2 e 3 c.c., ad un prezzo di emissione non superiore alla metà del prezzo determinato per l'aumento di capitale riservato a Sator-Palladio di cui al punto precedente.

Nel complesso, per effetto della combinazione delle due operazioni, la quota parte della ricapitalizzazione complessiva di Euro 800 mln di diretta pertinenza di Sator e Palladio ammonterebbe a circa Euro 540 mln (qualora il primo aumento di capitale avvenga a Euro 2 per azione), con una differenza di circa Euro 15 mln al variare del prezzo di emissione del primo aumento di capitale nell'ambito dell'intervallo dichiarato.

### 3. Analisi in ottica comparativa dei principali profili e implicazioni di ordine economico e finanziario delle Proposte per gli azionisti di Fondiaria SAI

#### 3.1 L'approccio di riferimento

Alla luce di: (i) la natura della richiesta ricevuta, e quindi delle finalità comparative accolte nell'esame dei principali profili e implicazioni di ordine economico e finanziario delle due Proposte nell'ottica degli azionisti di Fondiaria SAI; (ii) l'esclusivo riferimento a informazioni pubblicamente disponibili; e (iii) la conseguente adozione della prospettiva dell'analista esterno; le analisi e considerazioni effettuate sono state elaborate attenendosi ad alcuni punti di riferimento essenziali, segnatamente:

- omogeneità di trattamento nella selezione dei profili e termini di confronto e adozione di quelle ipotesi o assunzioni (esplicitate nel seguito) volte ad assicurare coerenza logica in ottica comparativa;
- trasparenza delle informazioni impiegate e dei passaggi logici seguiti per la conduzione delle analisi e la derivazione delle considerazioni conseguenti;
- assenza per quanto possibile<sup>1</sup> di ipotesi discrezionali o stime soggettive per quanto attiene alle grandezze economico-finanziarie impiegate ai fini delle analisi effettuate.

In coerenza con quanto sopra, i valori input di riferimento delle società coinvolte nell'Operazione sono stati desunti direttamente dal mercato (e quindi astenendosi da altre forme di valutazione con carattere maggiormente soggettivo e discrezionale) ponendo tali valori pari alle rispettive capitalizzazioni di borsa osservati in un arco temporale sufficientemente ampio, allo scopo di temperare, come da miglior prassi, eventuali andamenti contingenti.

L'unica eccezione in tal senso (obbligata, in quanto Unipol Assicurazioni non è direttamente quotata) è rappresentata dal valore assunto per Unipol Assicurazioni, società non quotata a differenza della controllante UGF. In tal caso, pertanto - tenuto anche conto del fatto che Unipol Assicurazioni è di gran lunga il principale attivo di UGF - si è proceduto a integrare l'approccio basato su valori direttamente desunti dal mercato assumendo, a titolo prudenziale (nel senso cioè di attribuire a Unipol Assicurazioni la massima parte ragionevolmente possibile del valore di UGF), che l'intera capitalizzazione borsistica di UGF sia riferibile al valore di Unipol Assicurazioni. Ciò equivale implicitamente ad assumere che gli altri attivi netti presenti nel bilancio al 31/12/2011 di UGF SpA - con un valore netto di carico, si ricorda, pari nel complesso a Euro 874 mln - abbiano valore pari a zero, quanto meno nella considerazione del mercato. Qualora invece a tali attivi netti, che includono tra l'altro le partecipazioni nella recentemente acquisita Arca Vita e le compagnie del gruppo operanti nei settori salute e on line, oltre a Unipol Banca, venisse attribuito valore maggiore di zero, il valore di riferimento di Unipol Assicurazioni si collocherebbe al di sotto di quello di UGF. Tale seconda ipotesi è stata presa in considerazione in sede di effettuazione di analisi di sensitività.

Sempre per coerenza con i principi sopra richiamati, non si è reso necessario altresì - né soprattutto opportuno nell'ottica allo stesso tempo comparativa e quanto più possibile fondata su dati oggettivi adottata - formulare ipotesi relative ad andamenti economici futuri, eventualmente diverse a seconda delle previsioni formulate da ciascuno dei proponenti nell'ambito della propria discrezionalità e visione soggettiva. Ciò, sia perché assunzioni che presuppongano che il futuro andamento economico di Fondiaria SAI possa essere diversamente brillante con il management e le strategie individuate dall'uno o dall'altro proponente non sarebbero ragionevolmente dirimibili a priori senza introdurre caratteri di arbitrarietà nella scelta, sia perché tale passaggio è comunque superato

<sup>1</sup> Al fine di poter condurre in condizioni di coerenza logica l'analisi comparativa si sono dovute effettuare alcune ipotesi integrative su specifici passaggi, comunque descritte nel seguito.

nell'approccio adottato dal riferimento diretto alle valutazioni del mercato, che in linea di logica generale tendono a incorporare, tra gli altri, anche elementi relativi alle prospettive future della società.

L'unica eccezione in tema di diversa considerazione di elementi economico-finanziari a manifestazione futura tra le due Proposte è rappresentata dal possibile conseguimento di sinergie connesse all'esistenza di tangibili economie di scala e di scopo legate alla condivisione di risorse "produttive" nello stesso settore. Si è data dunque considerazione alle sinergie di costo, distributive e nell'*asset management* ipotizzate nella Proposta UGF, anche attraverso delle apposite analisi di sensitività. Appare invece evidente che le economie connesse al miglioramento del portafoglio rischi di Fondiaria SAI non rappresentano delle sinergie, né sono tali economie riferibili ad uno specifico progetto, poiché ottenute mediante la rivisitazione del portafoglio e dei criteri assuntivi e come tali oggettivamente conseguibili anche in ottica *stand alone* da un nuovo management. Quest'aspetto è ancor più confermato, ad esempio, dalla stessa performance di Fondiaria SAI negli ultimi mesi, che ha fatto registrare un consistente miglioramento dei saldi tecnici e una riduzione molto evidente dei sinistri denunciati (ad esempio -16,5% nei rami Auto e -6,99% nel ramo danni complessivo). Pare quindi evidente che i benefici da una diversa politica di assunzione dei rischi in rapporto a quella precedente maggiormente focalizzata sulla massimizzazione dei volumi stanno già affluendo nei conti di Fondiaria SAI senza bisogno di alcuna integrazione industriale.

A completamento delle presenti considerazioni metodologiche si segnala infine che, oltre ad aver assunto gli input fondamentali di calcolo delle analisi effettuate direttamente dai valori indicati dal mercato, come sopra indicato, anche i passaggi di calcolo effettuati sono stati derivati direttamente dalle caratteristiche proprie delle operazioni indicate nelle Proposte, e questo sia per quanto attiene ai passaggi di ricapitalizzazione che per i rapporti di cambio di riferimento per le fusioni previste nella Proposta UGF, in tutti i casi senza introdurre elementi di discrezionalità o di autonomia (ri)valutazione.

### 3.2 L'analisi di Accretion / Dilution di valore per l'azionista Fondiaria SAI

Come può evincersi già dalla relativa descrizione, le Proposte prese in esame presentano alcune differenze di ordine strutturale, oltre che parametri economici specifici non omogenei. Solo per richiamare le principali:

- l'intervento diretto in sede di ricapitalizzazione di Fondiaria SAI (Proposta Sator-Palladio) o indirettamente per il tramite dell'investimento "a monte" nel capitale di un solo azionista di Fondiaria SAI (Proposta UGF), con conseguente diversa allocazione di eventuali premi di controllo corrisposti dall'investitore (a tutti gli azionisti di Fondiaria SAI nel primo caso, solo all'azionista interessato – nel caso di specie Premafin nel secondo caso);
- la presenza di fusioni (e quindi anche di rapporti di cambio) con altre società (Proposta UGF) o meno (Proposta Sator-Palladio), con conseguente: (i) molteplicità dei valori da considerare ai fini della definizione del valore complessivo dell'"aggregato"; e (ii) impatto sull'allocazione di tale valore complessivo tra gli azionisti delle diverse società;
- l'inclusione di Premafin nel perimetro dell'Operazione (Proposta UGF) o meno (Proposta Sator-Palladio), con le conseguenti implicazioni in termini di (i) apporto del relativo indebitamento al medesimo perimetro; e (ii) possibile azionamento del diritto di recesso che potrebbe sorgere in capo agli azionisti di detta società per effetto del cambiamento dell'oggetto sociale;

- il possibile conseguimento di sinergie da economie di scopo e di scala connesso alla condivisione di risorse (Proposta UFG), rispetto all'assenza di tale possibilità (Proposta Sator-Palladio).

Allo scopo di considerare congiuntamente l'impatto dei diversi fenomeni indicati si è condotta un'analisi dell'impatto delle operazioni contemplate sul valore dell'azione ordinaria Fondiaria SAI<sup>2</sup> (e conseguentemente, *ceteris paribus*, sui possibili prezzi di mercato degli stessi). L'analisi compiuta, cosiddetta anche di *Accretion – Dilution*, pone a raffronto il valore di mercato attuale delle azioni Fondiaria SAI con il valore di mercato ottenibile sommando al suddetto valore delle azioni Fondiaria SAI il valore di mercato attuale delle altre attività coinvolte nelle rispettive Proposte (in sintesi, la cassa in relazione agli aumenti di capitale, il valore di mercato delle azioni delle compagnie coinvolte nei processi di fusione, ove previsti, le passività nette apportate da Premafin qualora inclusa nel perimetro dell'Operazione e il valore attuale delle sinergie ipotizzate, nei casi considerati), dividendo il tutto per la quota di partecipazione riferibile ai medesimi azionisti di Fondiaria SAI ad esito delle operazioni previste nelle Proposte.

L'analisi in questione, oltre a quanto rassegnato in precedenza, è stata effettuata tenendo conto di quanto segue.

In particolare, per quanto concerne l'analisi dell'impatto sia della Proposta UGF che di quella di Sator-Palladio:

- i valori di mercato attuali delle compagnie coinvolte nelle Proposte sono stati posti pari, come detto, alle capitalizzazioni di borsa delle stesse, calcolate sulla base dei prezzi medi di mercato dell'ultimo mese antecedente la data della presente, così da disporre di riferimenti sufficientemente recenti in relazione ai fattori di contesto attuali, ma anche di sterilizzare lungo un arco temporale sufficientemente esteso eventuali andamenti contingenti;
- per ragioni di maggiore comparabilità e linearità di calcolo, si è assunto l'integrale esercizio dei diritti di opzione di spettanza degli attuali azionisti di Fondiaria SAI. Le ulteriori implicazioni connesse ad ipotesi di mancato esercizio integrale di tali diritti sono commentate separatamente al paragrafo 3.3;
- i termini di ripartizione degli aumenti di capitale Fondiaria SAI in opzione tra gli azionisti ordinari e gli azionisti di risparmio sono stati assunti in proporzione alle incidenze della capitalizzazione di mercato delle rispettive categorie di azioni sul totale della capitalizzazione di mercato di Fondiaria SAI (e quindi implicitamente assumendo un rapporto di opzione e uno sconto di emissione rispetto al Theoretical Ex Right Price – TERP omogenei tra le due categorie, in linea, ad esempio, con quanto verificatosi nel precedente aumento di capitale di Fondiaria SAI;
- la sottoscrizione della quota di pertinenza degli aumenti di capitale di Fondiaria SAI da parte di azionisti diversi dai proponenti comporta un impegno di investimento diverso nelle due Proposte (circa Euro 585 mln nel caso della Proposta UGF<sup>3</sup>, circa Euro 200-215 mln nel caso della Proposta Sator-Palladio<sup>4</sup>). L'analisi effettuata - oltre che tener naturalmente conto di tale fattore in sede di confronto tra il valore attuale ante (che include il valore della cassa depositata, oltre che il valore delle azioni detenute) e post operazione degli attivi posseduti dagli azionisti Fondiaria SAI - riporta anche un calcolo del ritorno sul "new money" investito nelle diverse

<sup>2</sup> Le analisi sono stati effettuate con riferimento alla posizione degli azionisti ordinari di Fondiaria SAI sia perché con riferimento a tali azioni si ha la massima disponibilità di informazioni comunicate dai proponenti circa gli effetti delle relative Proposte, sia perché le azioni di risparmio incidono per una quota decisamente minoritaria sulla capitalizzazione complessiva di Fondiaria SAI. Le conclusioni esposte sono comunque in linea generale applicabili anche ai possessori di azioni di risparmio di Fondiaria SAI.

<sup>3</sup> Circa Euro 750 mln considerando anche l'importo di competenza degli azionisti di risparmio.

<sup>4</sup> Circa Euro 245-260 mln considerando anche l'importo di competenza degli azionisti di risparmio

ipotesi, pari al rapporto tra l'Accretion / Dilution di valore assoluta post operazione e tale "new money" investito.

Per quanto concerne l'analisi dell'impatto della Proposta Sator-Palladio, inoltre, si segnala che:

- il prezzo di emissione relativo al primo aumento di capitale è stato assunto compreso tra Euro 2 e Euro 2,5 Euro;
- il prezzo di emissione relativo al secondo aumento di capitale è stato assunto in misura non superiore al 50% del prezzo del primo aumento di capitale.

Per quanto concerne, l'analisi dell'impatto della Proposta UGF, infine, si segnala che:

- il valore di mercato di Unipol Assicurazioni è stato assunto pari alla capitalizzazione di borsa di UGF, come in precedenza indicato. Sono state condotte inoltre analisi di sensitività volte a considerare l'ipotesi di un valore maggiore di zero per gli altri attivi netti di UGF (e quindi di un valore di Unipol Assicurazioni inferiore alla capitalizzazione di borsa di UGF);
- il valore dell'attivo netto di Premafin (negativo, post esclusione della partecipazione in Fondiaria SAI, già considerata nell'analisi) è stato assunto sulla base dei valori di bilancio al 31/12/2011;
- si è assunto l'esercizio del diritto di recesso insorgente in capo agli azionisti Premafin, tenuto conto sia dell'attuale trend discendente delle quotazioni (che renderebbe ad esempio allo stato ipoteticamente vantaggioso tale esercizio per l'azionista di Premafin in quanto la media delle quotazioni di borsa degli ultimi 6 mesi è superiore al prezzo corrente di borsa), sia soprattutto della prevista estinzione di Premafin con conseguente nuovo riferimento valutativo di raffronto rappresentato dalla quota (pari nel complesso allo 0,85%) del capitale di Fondiaria SAI post fusione. Infatti, il valore del recesso (ad oggi ipotizzabile in circa Euro 103 mln per il 100% del capitale di Premafin sulla base delle attuali quotazioni) è ad evidenza notevolmente superiore al valore di mercato pro forma (cioè ottenuto per sommatoria delle relative componenti come prima illustrato) dello 0,85% del capitale di Unipol-Fondiaria post fusione (da 3 a oltre 5 volte più grande a seconda che si consideri o meno il valore attuale delle sinergie ipotizzate). Analoghe indicazioni, alternativamente, si otterrebbero rapportando il valore del recesso alla frazione dell'utile di Fondiaria SAI post fusione per il 2015 (come previsto nel piano presentato da UGF) di pertinenza degli azionisti Premafin, il che evidenzerebbe un moltiplicatore di quasi 15 volte gli utili ipotizzati per tale anno, notevolmente superiore a parametri di mercato per società del settore.
- il valore attuale netto delle sinergie di costo, distributive e nell'asset management è stato calcolato sulla base delle stime fornite per tali sinergie da UGF ed indicate nella relativa presentazione al mercato. Il saggio di attualizzazione è stato calcolato sulla base del modello CAPM, con un tasso *risk free* pari al *gross yield* dei BTP a 15 anni, un beta assunto pari a quello riferibile a Assicurazioni Generali e un *equity risk premium* pari al valore minimo quotato da Damodaran (Stati Uniti). Il tasso di crescita di lungo periodo è stato posto pari al 2%.

Le risultanze delle analisi effettuate sono illustrate in estrema sintesi nelle tabelle riepilogative seguito riportate in allegato. Come è possibile osservare, le differenze sono molto consistenti:

- nel caso della Proposta Sator-Palladio, principalmente quale effetto diretto dell'attribuzione di un premio di controllo agli attuali azionisti di Fondiaria SAI, **l'Accretion al termine delle operazioni di ricapitalizzazione previste si aggira tra un minimo del 23,1% e un massimo del 28,8%** in corrispondenza di prezzi di emissione del primo aumento di capitale pari

rispettivamente a Euro 2 e Euro 2,5 per azione. **Il ritorno sul “new money” investito dagli azionisti di Fondiaria SAI, inclusa Premafin, diversi da Sator e Palladio sarebbe pari, rispettivamente a circa il 60 e 70%.**

- nel caso della Proposta UGF, l'effetto combinato di diversi fattori differenziali quali: (i) l'intervento nel capitale di Premafin e l'attribuzione a questo livello del premio di controllo (attraverso la valorizzazione delle azioni Fondiaria SAI possedute da Premafin a valori superiori rispetto a quelli di mercato in sede di calcolo del valore di quest'ultima ai fini della fusione) e (ii) l'inclusione di Premafin, e quindi delle relative passività, nel perimetro di fusione; (iii) il maggior importo del nuovo capitale richiesto agli azionisti di Fondiaria SAI nell'economia complessiva dell'operazione; (iv) i rapporti di cambio negoziati; fanno sì che, ante considerazione delle sinergie ipotizzate, **il valore per gli azionisti Fondiaria SAI subisca una riduzione nell'ordine del 31% invece di evidenziare, al contrario, il conseguimento di un premio connesso all'intervenuto cambio di controllo. Considerando il valore attuale delle sinergie prima indicate, con probabilità di conseguimento pari al 100%, tale riduzione di valore sostanzialmente si annullerebbe (Dilution pari allo 0,7%)<sup>5</sup>.** Ipotesi intermedie circa la probabilità di conseguimento delle sinergie, condurrebbero a riduzioni del valore per gli azionisti Fondiaria SAI via via più elevate sino al massimo negativo sopra indicato. Analogamente, qualora venisse rimossa l'ipotesi sopra esposta di equivalenza tra il valore di UGF e quello di Unipol Assicurazioni, assegnando un valore positivo alle altre partecipazioni di UGF, i risultati ottenuti sarebbero peggiori per l'azionista Fondiaria SAI rispetto ai valori sopra indicati.

In nessun caso considerato emerge, né in termini monetari, né sotto forma di maggior valore conseguente alle sinergie ipotizzate, che sia riconosciuto agli azionisti Fondiaria Sai diversi da Premafin un premio visibile a fronte dell'assunzione del controllo di Fondiaria SAI. Conseguentemente, in assenza di Accretion, non risulta di fatto calcolabile altresì il ritorno sul “new money” investito.

### 3.3 Altri profili rilevanti

L'analisi comparativa delle due Proposte ha portato inoltre ad evidenza i seguenti ulteriori profili differenziali:

#### Contendibilità e premi di controllo

L'assetto risultante dalle due Proposte (sia in termini di percentuali di possesso che di natura del nuovo azionista di controllo) comporta implicazioni chiaramente diverse in termini di successiva contendibilità di Fondiaria SAI e, conseguentemente, in termini di potenziale maturazione successiva di premi di controllo corrisposti da eventuali acquirenti di Fondiaria SAI, finanziari o strategici.

La Proposta UGF prevede infatti che UGF (a sua volta non contendibile essa stessa e controllata da società cooperative ugualmente non contendibili) acquisisca il controllo di diritto (61%) di Fondiaria SAI post fusione. Inoltre, UGF è chiaramente un attore strategico sul mercato.

Nel caso della Proposta Sator-Palladio, i nuovi azionisti di controllo otterrebbero una quota di partecipazione compresa tra il 36,9% e il 41,5% delle azioni ordinarie in circolazione post operazione, senza dunque raggiungere la posizione di controllo di diritto. Inoltre, la natura di investitori finanziari, orientati al ritorno sull'investimento, sia di Sator che di Palladio, rende

<sup>5</sup> I risultati esposti assumono, come illustrato in precedenza, l'ipotesi di esercizio del recesso da parte degli azionisti di Premafin. Si segnala per completezza che le suddette conclusioni non muterebbero significativamente anche nell'ipotesi contraria di assenza di esercizio di tale diritto, con una Dilution per gli azionisti Fondiaria SAI del 27,9% ante considerazione delle sinergie ipotizzate e un Accretion del 2,7% post considerazione di tali sinergie.

possibile, se non fisiologico, ipotizzare operazioni di successiva valorizzazione dell'investimento a termine che, sulla base dell'attuale normativa in materia di OPA e salvo circostanze eccezionali, conducono di norma alla attribuzione a tutti gli azionisti pro quota del possibile premio di controllo corrisposto dall'acquirente.

#### Impegni finanziari richiesti

Come detto, le due proposte si caratterizzano, per le ragioni già esposte, per impegni finanziari richiesti agli azionisti di Fondiaria SAI significativamente differenti (circa Euro 585 mln nel caso della Proposta UGF<sup>6</sup>, circa Euro 200-215 mln nel caso della Proposta Sator-Palladio<sup>7</sup>).

Tale profilo può costituire oggetto di apprezzamento separato rispetto alla precedente osservazione connessa al diverso ritorno evidenziato su tale "new money" investita, in sede di analisi relative all'impatto delle due Proposte. Ciò in relazione sia alla ricaduta strettamente finanziaria dell'impegno gravante sugli azionisti Fondiaria SAI, sia alle conseguenze legate al possibile mancato (o parziale) esercizio dei diritti di opzione spettanti che ne può derivare (o che potrebbe essere preso in considerazione in ottica comparativa con la proposta Sator Palladio) nel contesto di un aumento di capitale cd. "iperdiluitivo" (v. punto successivo).

#### Fattore di diluizione

Anche sotto tale profilo, si evidenziano differenze significative tra le due Proposte, essendo in primo luogo diverso il rapporto tra "new money" richiesto al mercato e capitalizzazione di borsa di Fondiaria SAI pro quota (2,71x nel caso della Proposta UGF, 0,69x nel caso della Proposta Sator-Palladio).

La dimensione significativamente superiore di tale rapporto nel caso della Proposta UGF può amplificare i rischi per l'azionista Fondiaria SAI propri di operazioni di aumento di capitale cd. "iperdilutive" (cioè con un rapporto particolarmente elevato tra il numero di azioni di nuova emissione e quelle già in circolazione) e questo in particolar modo in relazione all'ipotesi di possibile mancato (o parziale) esercizio dei diritti di opzione spettanti a tali azionisti, peraltro da apprezzarsi nella sua probabilità di realizzazione anche in relazione al maggior impegno finanziario richiesto nella Proposta UGF rispetto a quella Sator-Palladio. Si fa dunque riferimento ai rischi di non corretta valorizzazione (nel senso di non allineamento al relativo valore teorico) dei diritti di opzione verificatisi in simili contesti, con conseguente penalizzazione economica per gli azionisti cedenti tali diritti.

Un secondo profilo rilevante connesso alla diluizione attiene al fatto che, pur a fronte di un investimento superiore (v. punto precedente), le contestuali operazioni di fusione previste nel caso della Proposta UGF comportano una fisiologica diluizione della quota di partecipazione percentuale detenuta dagli azionisti Fondiaria SAI maggiore rispetto alla Proposta Sator Palladio (rapporto di diluizione pari al 43,7% contro il 63,8% nella proposta Sator Palladio). Se tale fenomeno è, come detto, fisiologico e connaturato alle caratteristiche stesse dell'operazione (indubbiamente, a fronte della minor quota di esposizione ai futuri risultati economici e apprezzamenti di valore di Fondiaria SAI, si apre per gli azionisti Fondiaria SAI la possibilità di partecipare ai futuri risultati economici e apprezzamenti di valore di Unipol Assicurazioni), va peraltro segnalato che nel caso del principale azionista di Fondiaria SAI (Premafin) e, a monte, dei suoi azionisti, l'insieme dei fattori considerati (inclusa la rilevante mole di debiti presente in bilancio) produce una riduzione particolarmente sensibile della quota di esposizione in relazione a possibili recuperi di valore futuri (con un'aliquota

<sup>6</sup> Circa Euro 750 mln considerando anche l'importo di competenza degli azionisti di risparmio.

<sup>7</sup> Circa Euro 260-275 mln considerando anche l'importo di competenza degli azionisti di risparmio.

dello 0,85% del nuovo aggregato) di Fondiaria SAI a fronte di una quota post ricapitalizzazione compresa invece tra il 23,8% e il 25,6% nella Proposta Sator Palladio.

#### Confronto margini di solvibilità

L'insieme delle operazioni previste nella Proposta UGF consente il raggiungimento di un margine di solvibilità post fusione pro forma al 31/12/2011 pari al 130% del margine di solvibilità richiesto. Sator-Palladio hanno invece dichiarato che l'operazione proposta comporterebbe un margine di solvibilità non inferiore al 120% alla fine del primo trimestre.

La maggior patrimonializzazione evidenziata ad esito delle operazioni previste nella Proposta UGF (circa Euro 250 mln di margine di solvibilità in più<sup>8</sup>) tende a rappresentare peraltro un riflesso diretto della più ampia dimensione della ricapitalizzazione ipotizzata per cassa e quindi del più elevato l'impegno finanziario richiesto agli azionisti di Fondiaria SAI, la cui misura appare anzi eccedente rispetto a tale maggiore patrimonializzazione. Infatti, le analisi effettuate mostrano che il maggior impegno finanziario richiesto dalla Proposta UGF agli azionisti Fondiaria SAI (compreso tra circa Euro 475 mln e Euro 490 mln<sup>9</sup>) resta superiore al suddetto importo dell'ipotetico ulteriore incremento di capitale che si renderebbe idealmente necessario per condurre ad una equalizzazione del margine di solvibilità di Fondiaria SAI tra le due Proposte. Parte di tale eccedenza nell'impegno finanziario richiesto, pertanto, è idealmente allocabile a fattori diversi rispetto alla ricapitalizzazione della compagnia assicurativa e che pure incidono sull'economia complessiva dell'operazione.

#### Potenziali conflitti di interesse

La Proposta di UGF non prevede la fusione (o comunque l'apporto del perimetro dell'Operazione) di alcune compagnie assicurative controllate da UGF stessa e diverse da Unipol Assicurazioni, in particolare nei campi salute, on line e bancassicurazione, settori nei quali pure Fondiaria SAI (e il nuovo aggregato post fusione che ne deriverebbe) opera.

Tale scelta, di cui non sono note le ragioni, comporta la presenza di attività in competizione tra di esse all'interno e all'esterno del perimetro dell'Operazione, sottoposte al controllo della stessa entità (UGF) ma con azionisti e quote di partecipazione diverse. In particolare, gli azionisti Fondiaria SAI non avrebbero ovviamente interessenza nei risultati delle citate compagnie estranee al suddetto perimetro.

Tali circostanze comportano una evidente situazione di potenziale conflitto d'interessi, che appare in linea di principio ancor più significativa nel caso delle attività nel campo della bancassicurazione, per sua natura connotate dalla imprescindibile rilevanza degli accordi assunti e da assumere con i gruppi bancari distributori delle polizze, accordi di natura strategica e come tali gestiti normalmente con scelte e indirizzi a livello di gruppo.

Una simile tematica non è riscontrabile in relazione alla Proposta Sator-Palladio.

<sup>8</sup> Dato da noi stimato simulando i margini di solvibilità connessi alle due Proposte a pari scadenza (31/12/2011) e considerando l'impatto dell'ipotizzato diritto di recesso da parte degli azionisti Premafin.

<sup>9</sup> Differenza tra l'impegno di circa Euro 750 mln previsto nel caso della Proposta UGF e l'intervallo di Euro 260-275 mln risultante dalla Proposta Sator Palladio

Cessioni forzose di attività del gruppo risultante

Nel caso della Proposta UGF, stante la combinazione di attività nel settore con dimensione rilevante e l'insorgere di problematiche antitrust esaminate dalla relativa Autorità, è prevista la cessione obbligatoria di attività rilevanti da parte del nuovo gruppo quale condizione per l'ottenimento della relativa autorizzazione.

Per quanto l'esecuzione di simili cessioni sia stata normalmente prevista nella prassi con archi temporali non necessariamente ristretti, la natura obbligatoria delle cessioni stesse è comunque in sé tipicamente idonea a costituire una limitazione della libertà negoziale del venditore, con potenziale rischio di non ottimizzazione dei relativi termini economici e finanziari.

Una simile tematica non è riscontrabile in relazione alla Proposta Sator-Palladio.

Rischi connessi alla diversa composizione dell'attivo

Come già segnalato in precedenza, alla luce dell'approccio di riferimento adottato (v. premessa e par. 3.1) le considerazioni illustrate prescindono da ogni verifica circa la consistenza e/o la qualità di specifiche poste patrimoniali delle società coinvolte dell'Operazione, così come dalla considerazione di differenti valutazioni in merito ad alcune poste contabili evidenziate, secondo quanto riportato da organi di stampa, in documentazione presa in considerazione dal Consiglio di Amministrazione di Fondiaria SAI.

Si segnala pertanto, tra l'altro, che eventuali rischi connessi alla diversa composizione dell'attivo di Unipol Assicurazioni, ed in particolare alla oggettiva presenza rilevante di strumenti strutturati nell'ambito del portafoglio L&R della compagnia, non sono riflessi nelle analisi effettuate.

**4. Considerazioni conclusive**

Ad esito delle analisi e considerazioni effettuate, nel quadro delle qualificazioni evidenziate in precedenza, e tenuto conto in sintesi dei seguenti elementi principali di valutazione:

- evidenza di un premio di controllo corrisposto a pronti a tutti gli azionisti di Fondiaria SAI nella **Proposta di Sator-Palladio** e quantificabile in un **incremento (Accretion) di valore al termine delle operazioni di ricapitalizzazione compreso tra il 23,1% e il 28,8%, con un ritorno sul "new money" investito dagli azionisti di Fondiaria SAI, inclusa Premafin, diversi da Sator e Palladio compreso tra il 60 e 70%, a fronte di una riduzione (Dilution) di valore per gli azionisti Fondiaria SAI connessa all'attuazione della Proposta UGF, pari al 31% ante considerazione delle sinergie ipotizzate e allo 0,7% post considerazione di tali sinergie<sup>10</sup>**;
- **assetto azionario risultante** (sia in termini di percentuali di possesso che di natura del nuovo azionista di controllo) **contendibile nel caso della Proposta Sator-Palladio e invece consolidato intorno ad un soggetto strategico con controllo di diritto nel caso della Proposta UGF** con, conseguentemente, implicazioni diverse in termini di potenziale maturazione successiva di premi di controllo corrisposti da eventuali acquirenti di Fondiaria SAI, finanziari o strategici;

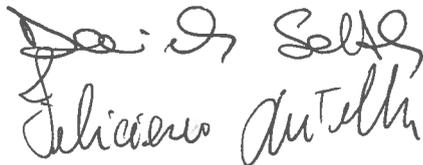
<sup>10</sup> In ipotesi di ponderazione delle sinergie al 100% e assumendo la valorizzazione più elevata di Unipol Assicurazioni (valore pari a quello di UGF) nell'ambito delle analisi effettuate.

- **diversa dimensione degli impegni finanziari richiesti agli azionisti di Fondiaria SAI** (circa Euro 750 mln nel caso della Proposta UGF e circa Euro 260-275 mln nel caso della Proposta Sator-Palladio), da apprezzarsi anche in connessione ai diversi ritorni prima indicati;
- **fattore di diluizione degli azionisti Fondiaria SAI inferiore nel caso della Proposta Sator-Palladio** e minori rischi conseguenti per gli azionisti che dovessero optare per il mancato (o parziale) esercizio dei diritti di opzione spettanti;
- **rischi di conflitti d'interesse derivanti dalla Proposta UGF**, non presenti nella Proposta Sator Palladio, per via della coesistenza di attività in competizione all'interno e all'esterno del perimetro dell'Operazione, sottoposte al controllo della stessa entità (UGF), in particolar modo nel campo della bancassicurazione;
- **possibili implicazioni negative in termini economico-finanziari connesse all'obbligo di cessione di rilevanti attività per ragioni antitrust nella Proposta UGF**, non presenti nella Proposta Sator Palladio

**riteniamo nel complesso che la Proposta di Sator e Palladio si caratterizzi per implicazioni di ordine economico-finanziario visibilmente superiori nell'ottica degli azionisti di Fondiaria SAI rispetto alla Proposta UGF.** Tale considerazione è riferibile a tutti gli azionisti attuali di Fondiaria SAI, ivi inclusa, a tale titolo, Premafin.

Distinti saluti.

VITALE & ASSOCIATI S.p.A.



Felice De Sella

## Allegato 1

<b>Riepilogo dell'analisi di Accretion/(Dilution) nella Proposta UGF</b>	
<i>Dati in € mln</i>	
Mkt cap Ordinaria iniziale Altri azionisti Fondiaria Sai	217,3
Aumento di capitale di competenza Altri azionisti Ordinari Fondiaria Sai	585,5
<b>Totale valore iniziale azionista Ordinario Fondiaria Sai (€)</b>	<b>802,8</b>
Valore di borsa di Unipol Assicurazioni (pari a mkt cap UGF)	509,3
Aumenti di capitale realizzati da UGF	1.000,0
NAV Premafin attribuibile agli azionisti Ordinari dell'Aggregato post operazione	(374,6)
Valore Ipotetico diritto di recesso Premafin	(103,8)
Aumento di capitale di competenza Altri Azionisti Ordinari Fondiaria Sai	585,5
Mkt cap Ordinaria iniziale Altri azionisti Fondiaria Sai	217,3
Mkt cap Ordinaria iniziale Altri Azionisti Milano Ass.	176,2
Valore attuale opzione call embedded in Convertendo	-
<b>Valore totale Aggregato Post Operazione Azionisti Ordinari ante sinergie</b>	<b>2.009,9</b>
<i>% attribuita ad Altri Azionisti Fondiaria Sai Ordinari post operazione</i>	<i>27,45%</i>
<b>Valore Totale detenuto da Altri Azionisti Fondiaria Sai Ord. post operazione</b>	<b>551,7</b>
<b>Accretion/(Dilution) percentuale</b>	<b>(31,3%)</b>
<b>Accretion/(Dilution) in valore assoluto</b>	<b>(251,1)</b>
<b>Ritorno su "New Money"</b>	<b>(42,9%)</b>
<b>Valore attuale delle sinergie attribuibili ad Azionisti Ordinari Aggregato</b>	<b>894,8</b>
<b>Valore totale Aggregato Post Operazione Az. Ordinarie</b>	<b>2.904,8</b>
<i>% attribuita ad Altri Azionisti Fondiaria Sai Ord. post operazione</i>	<i>27,45%</i>
<b>Valore Totale detenuto da Altri Azionisti Fondiaria Sai Ord. post operazione</b>	<b>797,4</b>
<b>Accretion/(Dilution) percentuale</b>	<b>(0,7%)</b>
<b>Ritorno su "New Money"</b>	<b>-0,94%</b>

## Allegato 2

<b>Riepilogo dell'analisi dell'Accretion/(Dilution) nella Proposta Sator-Palladio</b>		Primo Aucap	
<i>Dati in € mln</i>		Euro 2	Euro 2,5
Mkt cap Ordinaria iniziale azionisti Fondiaria Sai diversi da Sator-Palladio		317,3	317,3
Ulteriore investimento richiesto per seguire 2° Aumento di Capitale		198,4	213,9
<b>Totale valore iniziale azionista Ordinario Fondiaria Sai (€)</b>		<b>515,7</b>	<b>531,2</b>
Market Cap Ordinaria iniziale FonSai		346,2	346,2
1° Aumento di capitale FonSai (solo ordinarie)		400,0	400,0
Parte ordinaria 2° Aumento di capitale		339,2	339,2
<b>Totale capitalizzazione ordinaria post Aumenti di capitale</b>		<b>1.085,3</b>	<b>1.085,3</b>
<i>% Azionisti Fondiaria Sai Ord. post operazione diversi da Sator e Palladio</i>		<i>58,50%</i>	<i>63,06%</i>
<b>Valore totale azioni ord. Azionisti FonSai diversi da Sator-Palladio</b>		<b>634,9</b>	<b>684,4</b>
<b>Accretion/(Dilution) percentuale</b>		<b>23,1%</b>	<b>28,8%</b>
<b>Ritorno su "New Money"</b>		<b>60,1%</b>	<b>71,6%</b>