



**PRESS RELEASE**  
**PROPOSED MERGER WITH**  
**THE PREMAFIN-FONDIARIA SAI GROUP**

BOLOGNA, 9 July 2012 – Having consulted CONSOB, Unipol Gruppo Finanziario has published the opinion issued by Gualtieri & Associati on 3 July 2012 relating to the opinion drawn up by Vitale & Associati S.p.A. and attached to the communication sent by Sator Capital Limited and Palladio Finanziaria to Fondiaria Sai S.p.A.; the latter was published by Fondiaria Sai S.p.A. on 29 June.

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.  
[www.unipol.it](http://www.unipol.it)

**NOT FOR DISTRIBUTION IN THE UNITED STATES OF AMERICA, AUSTRALIA, CANADA OR JAPAN**

*This communication does not constitute an offer or an invitation to subscribe for or purchase any securities. The securities referred to herein have not been registered and will not be registered in the United States under the U.S. Securities Act of 1933, as amended (the "Securities Act"), or in Australia, Canada or Japan or any other jurisdiction where such an offer or solicitation would require the approval of local authorities or otherwise be unlawful. The securities may not be offered or sold in the United States or to U.S. persons unless such securities are registered under the Securities Act, or an exemption from the registration requirements of the Securities Act is available. Copies of this announcement are not being made and may not be distributed or sent into the United States, Canada, Australia or Japan.*

Unipol Gruppo Finanziario S.p.A.

Sede Legale: via Stalingrado, 45 - 40128 Bologna (Italia) - tel. +39 051 5076111 - fax +39 051 5076666  
Capitale sociale i.v. Euro 2.699.066.917,47 – Registro delle Imprese di Bologna, C.F. e P. IVA 00284160371 – R.E.A. 160304  
Capogruppo del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi al n. 046  
[www.unipol.it](http://www.unipol.it)



## Contacts

### **Institutional and Media Relations**

Stefano Genovese  
Unipol Gruppo Finanziario  
Tel +39 06 47771207/335 5889763  
[stefano.genovese@unipol.it](mailto:stefano.genovese@unipol.it)  
[press@unipol.it](mailto:press@unipol.it)

Carla Chiari  
Unipol Gruppo Finanziario  
Tel +39 02 51815021/338 7207314  
[carla.chiari@unipol.it](mailto:carla.chiari@unipol.it)

### **Barabino & Partners**

Massimiliano Parboni  
[m.parboni@barabino.it](mailto:m.parboni@barabino.it)  
Tel +39 06 6792929/335 8304078  
Giovanni Vantaggi  
[g.vantaggi@barabino.it](mailto:g.vantaggi@barabino.it)  
Tel +39 02 72023535/328 8317379

### **Investor Relations**

Adriano Donati  
Unipol Gruppo Finanziario  
Tel +39 051 5077933  
[investor.relations@unipol.it](mailto:investor.relations@unipol.it)

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

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

*Spettabile*

**UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO S.P.A.**

*Via Stalingrado, 45*

*40128 Bologna*

*alla cortese attenzione dell'amministratore delegato*

**DOTTOR CARLO CIMBRI**

Milano, 3 luglio 2012

Egregi signori,

facciamo riferimento al progetto di integrazione (di seguito il Progetto di Integrazione) che, come stabilito nell'accordo (di seguito l'Accordo) perfezionato in data 29 gennaio 2012, Unipol Gruppo Finanziario s.p.a. (di seguito UGF) e Premafin Finanziaria s.p.a. Holding di Partecipazioni (di seguito Premafin) hanno previsto di realizzare, in connessione con un piano di risanamento di Premafin ai sensi dell'articolo 67, comma 3, lettera d) della legge fallimentare, con l'obiettivo di attuare un'operazione diretta al salvataggio e al rafforzamento patrimoniale di Premafin e Fondiaria Sai s.p.a. (di seguito Fonsai) creando al tempo stesso un operatore nazionale di primario rilievo nel settore assicurativo attraverso la fusione (di seguito la Fusione) tra Unipol Assicurazioni s.p.a. (di seguito Unipol), Premafin, Fonsai e Milano Assicurazioni s.p.a. (di seguito Milano), da effettuare a valle di un aumento di capitale di Premafin con esclusione del diritto d'opzione ex articolo 2441 c.c., commi V e VI e riservato a UGF per massimi € 400 milioni funzionale a dotare Premafin delle risorse finanziarie necessarie per consentire l'integrale sottoscrizione da parte sua e della controllata Finadin s.p.a. Finanziaria di Investimenti, per le quote di rispettiva pertinenza, di un aumento di capitale di Fonsai il cui importo, a seguito di specifica richiesta dell'Isvap del 10 gennaio 2012, è stato stabilito il successivo 29 gennaio 2012 dal consiglio di amministrazione di Fonsai in massimi € 1.100 milioni alla luce della perdita consolidata per l'esercizio 2011 (nell'ordine di € 1,1 miliardi) e dell'obiettivo di ottenere un margine di solvibilità consolidato (alla fine dell'esercizio 2011 inferiore alla soglia minima richiesta dalle norme) pari ad almeno il 120%. Il consiglio di amministrazione di Fonsai in data 15 marzo 2012 ha ribadito la necessità di effettuare un aumento del capitale dell'importo di € 1,1 miliardi.

UGF, che per realizzare il Progetto di Integrazione ha previsto un aumento di capitale di massimi € 1.100 milioni funzionale a dotarsi delle risorse necessarie per la sottoscrizione sia dell'aumento di capitale di Premafin per massimi € 400 milioni ad essa riservato sia di un aumento di capitale della propria controllata Unipol dell'importo di € 600 milioni finalizzato a fare in modo che la società riveniente dalla Fusione disponga di una dotazione patrimoniale adeguata a supportarne i programmi di sviluppo e a rispettare stabilmente e senza rischi di incorrere in carenze i requisiti patrimoniali previsti dalla normativa di vigilanza, ha definito le linee guida strategico-industriali dell'integrazione ed effettuato le prime stime degli obiettivi economico-finanziari della compagnia riveniente dalla Fusione (di seguito la Combined Entity) e delle sinergie potenziali derivanti dal Progetto di Integrazione, i cui risultati sono stati presentati alla comunità finanziaria il 16 marzo 2012. Successivamente, tenuto conto della disponibilità di informazioni aggiuntive (dati di consuntivo 2011 dei gruppi Unipol e Fonsai, piano industriale 2012-2014 del gruppo Fonsai), degli impegni assunti con l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e del piano di ristrutturazione del debito di Premafin (sottoscritto il 13 giugno e in precedenza asseverato ai sensi dell'articolo 67 della legge fallimentare), le linee guida industriali, gli obiettivi economico-finanziari e la stima delle sinergie sono stati aggiornati e comunicati da UGF al mercato il 22 giugno 2012.

Mentre, in conformità alle previsioni dell'Accordo, si svolgevano le attività tra le parti coinvolte nel Progetto di Integrazione finalizzate a definirne le condizioni economiche – e in particolare il prezzo di emissione delle azioni Premafin da offrire in sottoscrizione a UGF e la quota di partecipazione degli azionisti di ciascuna delle società coinvolte al capitale della società riveniente dalla Fusione – è giunta il 9 maggio 2012 al consiglio di amministrazione di Fonsai un'offerta di Sator Capital Limited (di seguito Sator) e Palladio Finanziaria s.p.a. (di seguito Palladio) per un'operazione alternativa al Progetto di Integrazione e avente ad oggetto un aumento di capitale di Fonsai in parte riservato a Sator e Palladio e in parte offerto in opzione a tutti gli azionisti. Questa offerta modificava precedenti proposte formulate da Sator e Palladio.

Le trattative tra le parti coinvolte nel Progetto di Integrazione sono proseguite e in data 5 giugno 2012 UGF ha definito le condizioni alle quali era disponibile a realizzare il Progetto di Integrazione e ha formulato il 6 giugno la propria proposta alle altre società coinvolte.

Il successivo 8 giugno 2012 il consiglio di amministrazione di Fonsai ha ricevuto una nuova offerta di Sator e Palladio; tuttavia, all'esito della riunione dell'11 giugno, ha dichiarato la disponibilità a procedere nel Progetto di Integrazione, rispetto al quale vi era già stato il parere favorevole del consiglio di amministrazione di Premafin il precedente 10 giugno; anche il consiglio di amministrazione di Milano, all'esito della riunione dell'11 giugno, ha dichiarato la disponibilità a procedere nel Progetto di Integrazione.

Il Progetto di Integrazione ha altresì ottenuto il 19 giugno 2012 il nulla osta dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e il 20 giugno 2012 le autorizzazioni di Isvap e Banca d'Italia, ciascuna per quanto di sua competenza.

In data 14 giugno 2012 UGF ha depositato presso la Consob bozza del prospetto informativo relativo al proprio aumento di capitale e in quei giorni anche Fonsai ha depositato la bozza del prospetto informativo relativo al proprio aumento di capitale.

In questo contesto – dopo che tra l'altro erano intervenute le delibere per gli aumenti di capitale di Premafin riservato a UGF (assemblea straordinaria del 12 giugno), di UGF (consiglio di amministrazione del 21 giugno in esercizio della delega assembleare attribuita in data 19 marzo 2012) e di Fonsai (assemblea straordinaria del 27 giugno) – in data 29 giugno 2012 Fonsai, su richiesta della Consob, ha emesso un comunicato stampa con il quale ha pubblicato la lettera ricevuta da Sator e Palladio in data 28 giugno 2012 che ha in allegato una *opinion* redatta da Vitale e Associati s.p.a. (di seguito la *Opinion*) *“la quale ha evidenziato gli aspetti migliorativi [dell’offerta di Sator e Palladio dell’8 giugno 2012], avuto riguardo agli interessi degli azionisti di Fonsai, rispetto al Progetto UGF”*.

UGF ci ha chiesto di analizzare l'*Opinion* e di esprimere il nostro parere (di seguito il *Parere*) sulla fondatezza, sotto il profilo tecnico-economico, delle affermazioni in essa contenute e sulla base delle quali nell'*Opinion* si conclude *“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”*.

Prima di rendere il *Parere* segnaliamo che, con riferimento al Progetto di Integrazione, sulla base dell'incarico conferitoci da Unipol nel marzo 2012 e poi formalizzato in data 13 aprile 2012, abbiamo svolto attività di consulenza a supporto delle diverse deliberazioni del consiglio di amministrazione di Unipol relative alla progettata Fusione con particolare riguardo alla stima del valore del capitale azionario di Unipol, Premafin, Fonsai e Milano finalizzata alla definizione dei relativi rapporti di concambio. L'incarico è ancora in corso e la nostra attività di assistenza riguarderà il supporto, sotto il profilo delle valutazioni economiche, per la determinazione dei rapporti di concambio tra le azioni delle diverse società nell'ambito della Fusione da parte del consiglio di amministrazione di Unipol che dovrà deliberare il progetto di Fusione e stabilire i rapporti di concambio.

Le analisi da noi condotte, sia nell'ambito della richiamata attività di assistenza per le valutazioni economiche, sia in relazione alla redazione del *Parere*, sono fondate su informazioni pubbliche e su informazioni fornite da Unipol per iscritto e oralmente. Abbiamo fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza e completezza di tutte le informazioni pubblicamente disponibili e di tutte le informazioni ricevute da Unipol per iscritto e verbalmente e su di esse non abbiamo effettuato alcuna *due diligence* né alcuna autonoma verifica e dunque non assumiamo alcuna responsabilità in ordine alla loro veridicità, accuratezza e completezza.

Il *Parere* è indirizzato esclusivamente a UGF e il suo contenuto non potrà essere, in tutto o in parte, riprodotto o divulgato a terzi (anche in forma sintetica) senza la nostra preventiva autorizzazione scritta.

Non assumiamo alcuna responsabilità in merito all'attualità del *Parere* alla luce di eventi, circostanze, condizioni di mercato che dovessero verificarsi successivamente al 3 luglio 2012. A tal proposito si evidenzia che fatti o eventi che dovessero verificarsi

successivamente potrebbero incidere sulla validità delle informazioni e delle conclusioni contenute nel Parere.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in esso contenute. Pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

Si precisa che gli eventuali riferimenti valutativi impiegati nel Parere non hanno lo scopo di rappresentare, e non potranno in alcun modo essere considerati, stime del valore economico o di mercato, attuale o prospettico, di alcuna delle società coinvolte nel Progetto di Integrazione, ma esclusivamente elementi di riferimento in ordine alle considerazioni effettuate, con le qualificazioni in esso contenute.

## I. SINTESI DELLE CONCLUSIONI DELL'OPINION

Nell'Opinion sottoposta al nostro esame si dichiara di presentare una *"Analisi in ottica comparativa dei principali profili e implicazioni di ordine economico e finanziario delle Proposte [quella di UGF del 6 giugno e quella di Sator e Palladio dell'8 giugno] per gli azionisti di Fondiaria Sai"*.

All'esito dell'anzidetta analisi, è tratta la seguente conclusione: *"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"*.

Questa conclusione, a quanto è scritto nell'Opinion, deriva dai 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"*;
- *"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"*;
- *"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 di 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”.*

Nel seguito, come richiestoci, si riporta il nostro parere sulla fondatezza, sotto il profilo tecnico-economico, delle valutazioni contenute nell'Opinion e delle conclusioni in essa raggiunte.

## II. IL PARERE

### A. L'analisi di creazione/distruzione di valore

Le conclusioni contenute nell'Opinion si fondano essenzialmente su un'analisi definita *“di accretion/dilution di valore per l'azionista Fondiaria Sai”*, cioè di stima dell'accrescimento o della riduzione del valore del capitale azionario detenuto dagli azionisti di Fonsai a seguito di ciascuna delle due operazioni proposte.

L'analisi, il cui nome evoca qualche complessità, è in realtà molto semplificata.

Il metodo con cui è stata svolta non è condivisibile perché presenta due vizi maggiori di impostazione. Inoltre, vi sono alcune ipotesi sottostanti i calcoli, a nostro parere non ragionevoli, che distorcono sensibilmente i risultati ed infine vi sono alcune considerazioni qualitative che hanno poco fondamento.

Riguardo al metodo, il primo problema è che la dichiarata finalità *“di assicurare coerenza logica in ottica comparativa”* è rimasta *flatus vocis* perché di comparabile c'è soltanto l'esercizio puramente aritmetico, mentre i due risultati hanno un significato logico-economico completamente diverso: quello relativo alla proposta di Sator e Palladio rappresenta dichiaratamente una stima del premio di controllo implicitamente pagato agli azionisti di Fonsai diversi da Sator e Palladio, mentre il risultato relativo alla proposta di UGF è una stima, peraltro non condivisibile e approssimata, dell'accrescimento/riduzione del valore della quota del capitale azionario detenuta dagli attuali azionisti di Fonsai diversi da Premafin per effetto del progetto industriale di integrazione.

Il secondo vizio sta nell'inversione logica tra fabbisogno di capitale ed entità dell'investimento che i nuovi investitori devono effettuare per sostenere il piano di salvataggio e rilancio di Fonsai, che determina, come vedremo, risultati paradossali.

Con riferimento al primo tema, si noti che l'esercizio aritmetico contenuto nell'allegato 2 dell'Opinion è semplicemente il calcolo di come si ripartisce fra gli altri azionisti di

Fonsai il premio di controllo, cioè il maggior prezzo, pagato da Sator e Palladio nell'ambito dell'aumento di capitale riservato, che è previsto venga eseguito ad un prezzo almeno doppio rispetto a quello dell'aumento che successivamente verrà proposto in opzione a tutti gli azionisti, perché ovviamente se un azionista sottoscrive nuove azioni ad un prezzo superiore a quello di mercato la maggiore entrata di cassa si ripartirà su tutte le azioni e non solo su quelle di colui che ha pagato questo maggior prezzo. Tale indubitabile vantaggio non costituisce però necessariamente un accrescimento di valore stabile perché naturalmente se il progetto industriale proposto dal nuovo azionista di controllo non fosse considerato credibile, ad esempio perché è ritenuto insufficiente l'ammontare di aumento di capitale preventivato rispetto al fabbisogno, il prezzo dell'azione crollerebbe, perché crollerebbero gli utili attesi, con conseguente distruzione di valore.

L'ipotesi, troppo semplificata e troppo forte, sottesa all'esercizio numerico, è che tutto (prospettive industriali del progetto proposto, economie ottenibili, ecc.) sia riflesso nei recenti prezzi di mercato e nel premio di controllo che si intende pagare e che quindi vi sia invarianza del valore del capitale azionario prima e dopo l'aumento di capitale salvo l'effetto della cassa che viene immessa, la qual cosa non solo in generale è un'ipotesi troppo semplice per analisi di accrescimento/distruzione di valore, ma nel caso di specie è anche irragionevole perché è plausibile che il valore di Fonsai in borsa attualmente benefici anche dell'esistenza del progetto industriale di UGF che indubitabilmente costituisce un'ipotesi concreta di salvataggio e quindi non ci si può esimere dal fare analisi fondate su un piano industriale alternativo per stimare la creazione di valore per gli azionisti.

L'esercizio relativo al Progetto di Integrazione di UGF, contenuto nell'allegato 1 dell'Opinion, al contrario, essendo disponibile una proposta completa con un piano industriale sottoposto al giudizio del mercato e delle Autorità di vigilanza, è una vera e propria stima della potenziale creazione/distruzione di valore ricollegabile alle prospettive economiche, seppur molto semplificata e con l'introduzione di ipotesi nient'affatto condivisibili.

Ciò che rileva notare a questo stadio del nostro esame è che i risultati dei due esercizi di calcolo, pur derivanti da un processo aritmetico analogo, hanno un significato logico ed economico completamente diverso – l'uno è di fatto soltanto una stima del premio di controllo pagato implicitamente da Sator e Palladio, l'altro è una stima della potenziale creazione/distruzione di valore del progetto industriale di UGF – e non sono perciò comparabili.

Il secondo vizio di metodo riguarda l'inversione logica tra fabbisogno di capitale ed entità dell'investimento. L'esercizio di calcolo contenuto nell'Opinion premia chi investe meno soldi nel salvataggio di Fondiaria Sai: nel caso della proposta di Sator e Palladio, assumendo fisso l'ammontare totale del premio di controllo, come è ragionevole dato che, com'è noto, il premio di controllo è determinato sulla base delle economie che si ritengono conseguibili con l'acquisizione, se si incrementa l'entità dell'aumento di capitale complessivo, l'accrescimento percentuale scende e al contrario se si riduce l'entità dell'aumento di capitale complessivo, l'accrescimento percentuale sale. Analogamente nel caso del Progetto di Integrazione di UGF, l'accrescimento di valore salirebbe se l'aumento di capitale fosse di importo inferiore a quello previsto.



Non vi è chi non veda che siamo al cospetto di un'inversione logica: occorre innanzitutto stabilire qual è il fabbisogno di capitale della compagnia per realizzare il piano industriale di salvataggio e rilancio (e occorre anche stabilire quale piano industriale) e quindi definire l'ammontare dell'aumento di capitale. Se, sulla base dell'attuale e del prospettico margine di solvibilità di Fonsai risultante dalla documentazione disponibile, occorrono € 1,1 miliardi di nuovo capitale, come pure ha ribadito il consiglio di amministrazione di Fonsai nel comunicato del 15 marzo 2012 che sul punto ha risposto anche alla lettera del 6 marzo inviata alla compagnia da Premafin con la richiesta di valutare la possibilità di ridurre l'entità di tale aumento di capitale, la proposta di Sator e Palladio non è sufficiente a garantire la realizzazione del piano e quindi è potenzialmente distruttrice di valore qualunque sia il premio di controllo che viene pagato.

E' ben possibile che gli aumenti di capitale necessari vengano realizzati in più *tranches* (un primo di € 800 milioni e un secondo di € 300 milioni) o è in astratto anche possibile che sia sufficiente un aumento di capitale di importo inferiore a quello stimato da Fonsai, ma per condurre analisi di creazione di valore occorrono i piani industriali che comprovino le ipotesi di fabbisogno, che sono il punto di partenza per stabilire l'entità dell'aumento di capitale.

L'ipotesi di un aumento di capitale di dimensioni più piccole rispetto a quelle dell'aumento attualmente preventivato da Fonsai appare allo stato obiettivamente poco fondata sulle prospettive industriali, tenuto conto della situazione di carenza patrimoniale della compagnia da salvare e rilanciare e della difficile congiuntura economica durante la quale il piano va implementato che impone di avere sufficienti risorse patrimoniali per garantire la stabilità dell'intermediario anche in presenza di andamenti meno favorevoli di quelli preventivati. E d'altra parte Fonsai ha assunto nel proprio piano industriale di ottenere mediante un aumento del capitale risorse per € 1,1 miliardi e ha ribadito in più occasioni ufficiali (da ultimo anche con l'assemblea straordinaria del 27 giugno 2012) che intende realizzare un aumento di capitale di tale importo.

Si confrontano una proposta, quella di UGF, fondata su un piano industriale e su un aumento di capitale di € 1,1 miliardi, peraltro maggiorato di ulteriori € 600 milioni di nuovo capitale che entrano nella Combined Entity a seguito della fusione con Unipol, passata al vaglio delle Autorità di vigilanza, con una mera ipotesi di aumento di capitale, previsto di importo sensibilmente inferiore, troppo generica a nostro parere per operare una comparazione.

Già soltanto l'esistenza di questi vizi di metodo è, a nostro parere, sufficiente per rendere inattendibili le conclusioni contenute nell'Opinion.

Tuttavia, vi sono altri aspetti nell'Opinion non condivisibili che meritano di essere evidenziati.

Riguardo alle ipotesi utilizzate per la stima di creazione di valore della proposta di UGF, ve ne sono quattro non condivisibili che hanno un impatto rilevante sul risultato.

La prima e più importante è il valore ipotizzato per Unipol.

Sul punto occorre innanzitutto premettere che l'analisi di creazione di valore dovrebbe essere condotta sulla base di stime analitiche del valore del capitale economico delle

aziende coinvolte fondate sui piani previsionali, per coerenza con il metodo di stima delle sinergie che costituiscono il cuore della creazione di valore.

Il ricorso alle capitalizzazioni di mercato costituisce una semplificazione introdotta per fare il medesimo esercizio aritmetico contenuto nell'Opinion per entrambe le proposte, mancando nel caso della proposta di Sator e Palladio informazioni adeguate per effettuare una stima tecnicamente fondata di creazione di valore ed essendo quella riportata nell'Opinion una mera stima del premio di controllo che verrebbe implicitamente pagato.

La scelta operata nel redigere l'Opinion riguardo al valore di Unipol è particolarmente penalizzante per la compagnia bolognese perché il prezzo di mercato di UGF non riflette correttamente il valore economico della compagnia controllata anche a causa degli sconti di prezzo che caratterizzano l'investimento in società holding e dell'attesa della realizzazione di un aumento di capitale di importo elevato da offrire in opzione agli azionisti per effettuare l'operazione di salvataggio di Premafin e Fonsai. Di converso, la capitalizzazione di Fonsai, che pure probabilmente non riflette il valore economico fondamentale della compagnia e sconta la necessità di dover effettuare un importante aumento di capitale, comunque beneficia della circostanza di essere *target* di un'operazione di salvataggio e rilancio – quella dell'Accordo con UGF – che dovrebbe consentire alla compagnia di superare l'importante carenza di capitale e le difficoltà gestionali in cui è incorsa.

Il valore relativo delle capitalizzazioni (peraltro nel caso di Unipol ricavato indirettamente da quello della holding UGF), a nostro parere, non riflette affatto i valori economici relativi delle compagnie, come peraltro risulta anche dalle ipotesi di partecipazione al capitale della Combined Entity approvate dai consigli di amministrazione delle società coinvolte nella Fusione.

L'aspetto che con maggiore immediatezza fa percepire l'eccessiva semplificazione delle ipotesi dell'Opinion è che il valore di € 509 milioni attribuito a Unipol è pari a meno di due volte l'utile netto di Unipol atteso per l'anno in corso mentre compagnie comparabili quotano a circa 7 volte gli utili attesi del 2012. Se solo si attribuisse una valutazione pari a tre volte l'utile, l'ammontare della creazione di valore crescerebbe enormemente e l'effetto su di essa prodotto dall'applicazione di multipli dell'utile più elevati sarebbe più che proporzionale.

Da un altro punto di vista si noti che, se, come sotto il profilo metodologico sarebbe stato più corretto, si fossero presi a riferimento per il calcolo i prezzi di mercato delle società coinvolte relativi al mese precedente la data in cui il mercato è venuto a conoscenza dell'operazione di UGF, invece "*dei prezzi di mercato dell'ultimo mese antecedente la data*" dell'Opinion, che sono influenzati dalle operazioni in corso, il risultato dell'esercizio contenuto nell'Opinion per la proposta di UGF sarebbe passato da una distruzione di valore dello 0,7% ad una creazione di valore di circa il 10%, pur senza modificare le altre ipotesi non condivisibili contenute nell'Opinion e di cui si è detto e si dirà nel seguito.

L'estrema sensibilità del risultato a queste ipotesi sul valore delle compagnie fa capire che un modello di stima della creazione di valore così semplificato produce risultati inutilizzabili per supportare decisioni importanti che coinvolgono milioni di assicurati e risparmiatori. Com'è noto, bisognerebbe partire da un giudizio integrato di valore

fondato sui piani industriali delle diverse compagnie, sulle collegate stime di fabbisogno di capitale e su un'accurata analisi delle sinergie ed economie conseguibili.

Riguardo al tema delle sinergie ed economie, non è ragionevole la scelta contenuta nell'Opinion di considerarne soltanto una parte perché *"le economie connesse al miglioramento del portafoglio rischi di Fondiaria Sai non rappresentano delle sinergie, né sono tali economie riferibili a uno specifico progetto, poiché ... conseguibili anche in ottica stand alone da un nuovo management"*.

Va da sé che queste economie, seppur forse conseguibili anche in un'ottica *stand alone*, si prevede che siano conseguite, ed anzi è ancor più probabile che lo siano, con il Progetto di Integrazione di UGF. Né ha senso sostenere che non vadano considerate perché potrebbero essere conseguite anche nell'ambito della proposta di Sator e Palladio perché nell'esercizio che la riguarda, pur non essendoci alcuna riflessione e tanto meno analisi sulle proiezioni economico-finanziarie e patrimoniali, si deve assumere che il premio di controllo che si intende pagare sia giustificato proprio dal convincimento di ottenere economie, altrimenti Sator e Palladio non potrebbero essere disponibili a pagare un premio di controllo.

Il risultato di questa arbitraria assunzione di tagliare le sinergie ed economie attese è soltanto quello di mostrare che il Progetto di Integrazione di UGF non creerebbe valore; risultato che è stato però ottenuto riducendo le sinergie ed economie attese di un ammontare stimabile in oltre € 300 milioni, importo poco al di sotto dell'attuale capitalizzazione di Fonsai.

E' appena il caso di segnalare che lo scenario *"ante sinergie"*, che è stato utilizzato nell'Opinion per sostenere che la proposta di UGF determinerebbe una distruzione di valore, è privo di qualunque senso dal punto di vista tecnico-economico perché un'analisi di creazione di valore si fonda proprio sulla stima delle sinergie e delle economie e la loro esistenza è la ragione stessa del progetto industriale di integrazione.

Le altre due ipotesi che penalizzano ingiustificatamente la stima di creazione di valore della proposta di UGF riguardano l'esercizio del diritto di recesso e la stima del *net asset value* (NAV) di Premafin.

Riguardo al diritto di recesso, occorre per lo meno assumere che esso non sia esercitato dalle società Limbo, Canoe e Hike e dalle società del gruppo Fonsai essendo, per le prime tre società, così previsto negli accordi modificati in data 25 giugno 2012 in ossequio al disposto della delibera Consob che ha accolto l'istanza di esenzione dal lancio dell'offerta pubblica di acquisto, e ovviamente irragionevole per le società appartenenti al gruppo Fonsai.

L'ipotesi di recesso per tutti gli altri azionisti è comunque influenzata dal presupposto che la proposta di UGF non crei valore e che quindi tutti gli azionisti di Premafin abbiano maggiore convenienza a recedere piuttosto che a condividere il progetto industriale.

Con riferimento al NAV di Premafin, il valore indicato nell'allegato 1 dell'Opinion sembrerebbe corrispondere al valore del debito netto. In presenza di questa scelta, si sarebbe dovuto computare per intero il valore di Fonsai ai fini della stima del valore della Combined Entity. Non sembra che ciò sia stato fatto e quindi nel calcolo

sembrerebbe essere andata completamente perduta la parte di valore del capitale ordinario di Fonsai detenuta da Premafin.

L'effetto di queste ultime due ipotesi non condivisibili, anche ammettendo il recesso da parte di tutti gli azionisti di Premafin diversi dalle società ricordate per le quali l'ipotesi è tecnicamente non fondata, è una sottovalutazione della Combined Entity di circa € 180 milioni e quindi una conseguente sottovalutazione della potenziale creazione di valore del Progetto di Integrazione di UGF.

Pertanto l'analisi cosiddetta di *accretion/dilution* contenuta nell'Opinion non solo presenta due rilevanti vizi di impostazione metodologica, ma è anche fondata su alcune ipotesi tecnicamente non condivisibili e di conseguenza a nostro parere i risultati di essa sono inattendibili.

Se fosse stata condotta un'analisi di creazione di valore con una metodologia appropriata adottando criteri obiettivi nelle scelte valutative, sarebbe risultato che il Progetto di Integrazione di UGF crea potenzialmente valore per tutti gli azionisti di Fonsai in misura significativa.

#### **B. Gli altri profili rilevanti**

Per quanto riguarda gli "altri profili rilevanti" su cui si fondano le conclusioni dell'Opinion, il nostro parere è il seguente.

Il giudizio secondo cui la proposta di Sator e Palladio sarebbe preferibile perché lascerebbe contendibile Fonsai sembra non tenere in alcun conto il fatto che Fonsai è la seconda compagnia di assicurazioni del nostro paese ed è un soggetto vigilato la cui stabilità e corretta gestione riguardano milioni di risparmiatori.

Non è coerente con i più elementari principi di vigilanza prudenziale quanto scritto alle pagine 9 e 10 dell'Opinion: *"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 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 all'attribuzione a tutti gli azionisti pro quota del possibile premio di controllo corrisposto dall'acquirente"*.

La stabilità degli assetti proprietari è, com'è noto, un caposaldo della regolamentazione di settore per assicurare la sana e prudente gestione degli intermediari finanziari in genere e delle compagnie di assicurazione in particolare. In quest'ottica è certamente un valore un assetto azionario *"consolidato intorno ad un soggetto strategico con controllo di diritto"* rispetto a un'operazione che conduce ad una compagine azionaria transitoria.

Per quanto concerne gli impegni finanziari richiesti, segue una logica puramente da investitore finanziario la tesi secondo cui sarebbe preferibile la proposta di Sator e Palladio perché richiede un impegno finanziario più basso e quindi consente un maggiore *"ritorno evidenziato su tale new money investita"*.

Come si è ricordato, l'ammontare dell'investimento richiesto dipende dal fabbisogno di capitale. Se i soldi non servono, è ovviamente inutile metterli, ma il problema è stabilire quant'è l'ammontare di fabbisogno di capitale di Fonsai e sulla base della documentazione pubblica disponibile non vi sono ragioni per ritenere che la stima di € 1,1 miliardi di fabbisogno, indicata dallo stesso consiglio di amministrazione di Fonsai in più occasioni, non sia corretta.

Il tema della diluizione maggiore nel caso della proposta di UGF rispetto alla proposta di Sator e Palladio è per una parte essenzialmente un corollario della questione dianzi ricordata delle dimensioni dell'aumento di capitale necessario e per un'altra parte una conseguenza della Fusione tra le compagnie che però modifica completamente, migliorandolo, il profilo di rischio e rendimento attesi degli azionisti e quindi fermarsi alla considerazione del solo effetto diluitivo è scarsamente significativo.

Per quanto attiene al confronto dei margini di solvibilità in relazione all'importo della ricapitalizzazione, peraltro non ripreso nelle considerazioni conclusive, osserviamo che nel caso della proposta UGF siamo di fronte ad un piano industriale formalizzato e presentato al mercato che mostra la coerenza dell'aumento di capitale di Fonsai ipotizzato con la realizzazione del piano di salvataggio e rilancio della compagnia e con lo stabile rispetto dei requisiti patrimoniali (nel 2015 il margine di solvibilità della Combined Entity secondo il piano di UGF presentato al mercato il 22 giugno 2012 è stimato pari al 168%), senza rischi di incorrere in carenze, mentre nel caso della proposta di Sator e Palladio nell'Opinion si riferisce solo che *"Sator-Palladio hanno dichiarato che l'operazione proposta comporterebbe un margine di solvibilità non inferiore al 120% alla fine del primo trimestre"* del 2012. Il mero riferimento al dato della fine di un trimestre (al 31 dicembre 2011 un aumento di capitale di € 800 milioni avrebbe consentito a Fonsai di raggiungere un margine di solvibilità pari a circa il 115%), non pare obiettivamente sufficiente per esprimere giudizi comparati in ordine alla preferibilità della proposta di Sator e Palladio rispetto a quella di UGF sotto questo profilo.

Riguardo al cenno sui potenziali conflitti di interesse, si tratta di un tema non approfondito nell'Opinion, che quindi non può essere considerato un argomento per condurre alla conclusione che sia preferibile la proposta di Sator e Palladio. In termini generali, si segnala che la questione è articolata perché, se da un lato la presenza di compagnie specializzate, controllate direttamente da UGF, potrebbe porre problemi di coordinamento e richiedere particolare cura nell'applicazione della normativa sulle operazioni con soggetti collegati (peraltro oramai uno standard collaudato per i grandi gruppi quotati), dall'altro potrebbe costituire un'opportunità di completamento dell'offerta commerciale della quale, in diverse forme, potrebbe beneficiare anche la Combined Entity.

Con riferimento alle cessioni forzose di attività imposte dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, non vi sono ancora elementi per stabilirne, sulla base di analisi approfondite, gli effetti, che potrebbero anche essere positivi, perché, ad esempio, nel piano industriale di Unipol non sono previste plusvalenze derivanti dalle cessioni che, invece, potrebbero essere conseguite. Pure in questo caso, quindi, non è ragionevole sostenere, senza analisi e informazioni, che sia un fattore che dovrebbe far propendere per la proposta di Sator e Palladio.

78

Da ultimo il richiamo, non ripreso per il vero nelle considerazioni conclusive, ad "eventuali rischi connessi alla diversa composizione dell'attivo di Unipol Assicurazioni", basato solo su "quanto riportato da organi di stampa", non può essere un fondato argomento per sostenere la preferibilità della proposta di Sator e Palladio.

### **C. La peculiare prospettiva di Premafin**

L'ultima frase dell'Opinion sbrigativamente accomuna la posizione di Premafin a quella di tutti gli altri azionisti di Fonsai: "*tale considerazione [la pretesa superiorità della proposta di Sator e Palladio rispetto alla proposta di UGF] è riferibile a tutti gli azionisti attuali di Fondiaria Sai, ivi inclusa, a tale titolo, Premafin*".

L'angolo di visuale di Premafin richiede, invece, un'analisi specifica, maggiormente articolata, che tenga conto delle sue peculiarità.

Innanzitutto, mentre l'operazione di UGF permette a Premafin di avere un *net asset value* (NAV) positivo per effetto dell'aumento di capitale riservato a UGF, con la proposta di Sator e Palladio il NAV di Premafin, calcolato sulla base dei prezzi di borsa di Fonsai, rimarrebbe ampiamente negativo, nell'ordine di circa € 180 milioni, nonostante il premio di controllo implicitamente ricevuto.

Inoltre, se con riferimento all'operazione proposta da Sator e Palladio si conduce un'analisi di sostenibilità del debito di Premafin, e più in generale dell'evoluzione della sua posizione finanziaria netta, sulla base del piano approvato dal consiglio di amministrazione di Fonsai e dell'ipotesi di un futuro un *pay-out ratio* anche molto alto, del 66% (ipotesi contenuta nel piano di risanamento di Premafin asseverato *ex* articolo 67 della legge fallimentare) risulta quanto segue.

Nel caso si assuma che Premafin sottoscriva l'aumento di capitale in opzione di Fonsai per la quota di sua spettanza, essa necessiterà di un finanziamento compreso tra circa € 70 ed € 80 milioni in funzione del prezzo di emissione delle azioni Fonsai e avrà bisogno di ulteriori finanziamenti negli anni 2013 e 2014. La posizione finanziaria netta resterà stabile e negativa di circa € 450 milioni in tutto l'orizzonte di piano (si fa riferimento al piano *ex* articolo 67 che giunge sino all'anno 2020).

Se, invece, si assume che Premafin non sottoscriva la propria quota di aumento di capitale di Fonsai, venda i relativi diritti d'opzione e quindi si diluisca ulteriormente, la holding non avrà ovviamente bisogno di nuovi finanziamenti, ma registrerà nell'orizzonte di piano flussi di cassa costantemente negativi e una posizione finanziaria netta negativa crescente sino a raggiungere circa € 400 milioni al termine dell'orizzonte di piano.

Dal punto di vista di Premafin, quindi, la proposta di Sator e Palladio non consente di ritenere che vi sia senza dubbio la continuità aziendale, perché non sembrano esservi le condizioni per sostenere il debito esistente se si fa affidamento sui flussi di cassa previsti per gli azionisti dal piano Fonsai approvato, che tra l'altro presuppone un aumento di capitale di € 1,1 miliardi.

L'affermazione contenuta nell'offerta di Sator e Palladio, secondo cui l'operazione prospettata consentirebbe a Premafin di pagare interamente gli oneri finanziari e di rimborsare il debito per intero, seppur in tempi più lunghi, evidentemente si fonda su ipotesi di profitti attesi di Fonsai significativamente più consistenti di quelli riflessi nel

piano della compagnia, il cui grado di effettiva realizzabilità andrebbe comprovato mediante adeguate analisi.

Di conseguenza, nella prospettiva dell'azionista di Premafin la proposta di Sator e Palladio non assicura il salvataggio della società, o per lo meno lo rende più incerto e rischioso, e, in ogni caso, produce l'effetto che la partecipazione al capitale di Premafin diviene più difficilmente liquidabile per l'assenza di realistiche previsioni di ottenere dividendi per molti anni.

Al contrario, diventare piccoli azionisti della Combined Entity risultante dal Progetto di Integrazione, una grande compagnia di assicurazione tra i *leader* di mercato, sembra essere più conveniente sia perché è prevedibile l'ottenimento di dividendi sin dal primo anno, sia perché è ragionevole supporre che l'azionista disporrà di un titolo molto liquido, che sarà presumibilmente seguito con attenzione dagli investitori professionali e dagli analisti finanziari.

\* \* \*

In conclusione, la perentoria affermazione contenuta nell'Opinion "*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*" non è, a nostro parere, condivisibile perché fondata su analisi inattendibili, criticabili nel metodo e in alcune ipotesi, e su considerazioni che non appaiono supportate da adeguato approfondimento.

La prospettiva di Premafin, non esaminata, risulta troppo sbrigativamente accomunata a quella degli altri azionisti di Fonsai.



(prof. avv. Paolo Gualtieri)