

## ***Addendum to the***

# INFORMATION DOCUMENT

drafted by FONDIARIA-SAI S.p.A. together with Premafin Finanziaria - S.p.A. - Holding di Partecipazioni, Milano Assicurazioni S.p.A. and Unipol Assicurazioni S.p.A., pursuant to Art. 70, paragraph 6, of the Regulation approved by Consob resolution No. 11971 of 14 May 1999, as subsequently amended and supplemented, and published on 9 October 2013

## **MERGER BY ACQUISITION**

of Premafin Finanziaria - S.p.A. - Holding di Partecipazioni, Unipol Assicurazioni S.p.A. and, possibly, Milano Assicurazioni S.p.A. into FONDIARIA-SAI S.p.A.

22 October 2013

### ***Disclaimer on the English Translation***

*This Addendum to the Information Document contains an unofficial and courtesy English language translation (the “Translation”) of substantially all of the official Addendum to the Information Document prepared in the Italian language for the purposes of the merger by incorporation of Premafin Finanziaria S.p.A. – Holding di Partecipazioni, Unipol Assicurazioni S.p.A. and, possibly, Milano Assicurazioni S.p.A. in Fondiaria-Sai S.p.A., which was published on their respective websites: [www.fondiaria-sai.it](http://www.fondiaria-sai.it), [www.premafin.it](http://www.premafin.it), [www.unipolassicurazioni.it](http://www.unipolassicurazioni.it) and [www.milass.it](http://www.milass.it), on October 22, 2013.*

*The Italian Addendum to the Information Document contains information about Fondiaria-Sai S.p.A., Premafin Finanziaria S.p.A. – Holding di Partecipazioni, Unipol Assicurazioni S.p.A. and Milano Assicurazioni S.p.A. and the merger by incorporation.*

*This document does not include the translation of the documents listed in the Appendices, which are included in the original Italian version of the Information Document.*

*The Translation is provided to shareholders of Fondiaria-Sai S.p.A., Premafin Finanziaria S.p.A. – Holding di Partecipazioni, Unipol Assicurazioni S.p.A. and Milano Assicurazioni S.p.A. for information purposes only and for ease of reference and should not be relied upon. In the event of any ambiguity about the meaning of certain translated terms or of any discrepancy between the Italian Addendum to the Information Document and the Translation, the Italian Addendum to the Information Document shall prevail.*

*In any case, the Translation does not contain - and shall not be interpreted as containing - any recommendation or suggestion, directly or indirectly to buy, sell, make or hold any investment, loan or security or to undertake any investment strategy with respect to any investment, loan, security or any issuer in any market or jurisdiction, directly or indirectly connected in any manner with the information provided in the Translation.*

### ***Disclaimer***

*This Addendum to the Information Document has been drawn up pursuant to Italian law and therefore may not, either in whole or in part, in the original or a copy thereof, be disseminated, directly or indirectly, in other jurisdictions and, in particular, Australia, Japan, Canada or the United States of America and/or disclosed to an investor that resides in such Countries.*

*Dissemination of this addendum to the Information Document in any jurisdiction (with the exception of Italy), including Australia, Japan, Canada or the United States of America, may be subject to specific regulations and restrictions. All persons who gain possession of this Addendum to the Information Document must first verify the existence of such regulations and restrictions and in any case comply with the same.*

*Failure to comply with such regulations and restrictions may constitute a criminal offense in the relevant jurisdiction.*

## **TABLE OF CONTENTS**

<b>1</b>	<b>Results of Sensitivity Analyzes on the Ranges of Share Exchange Ratios</b>	<b>5</b>
<b>2</b>	<b>Mandatory Convertible Loan of €201.8 million Expiring on 31 December 2015 (“Convertible Loan”)</b>	<b>7</b>
<b>3</b>	<b>Updates on the Progress of (i) the Major Real Estate Projects of the Fonsai Group, and (ii) of Disposals Provided for in the Joint Business Plan</b>	<b>8</b>
<b>4</b>	<b>Updates on Compliance with the Objectives of the Joint Business Plan and the Relevant Implementation Schedule</b>	<b>10</b>
<b>5</b>	<b>Management Requirements Indicated by IVASS in Letters Addressed to the Companies Participating in the Merger on 25 July 2013</b>	<b>11</b>
<b>6</b>	<b>Updates Related to Measures Planned under the AGCM Resolution</b>	<b>13</b>
<b>7</b>	<b>Complaints of Category “A” Savings Shareholders of Fonsai</b>	<b>15</b>
<b>8</b>	<b>Economic and Financial Impact on the Company Resulting from the Merger Deriving from the Approval of the Proceedings for Arrangement with Creditors of Im.Co. and Sinergia</b>	<b>16</b>
<b>9</b>	<b>Investment Held by Unipol Assicurazioni S.p.A. in Unipol Banca S.p.A.</b>	<b>17</b>
<b>10</b>	<b>Errata</b>	<b>18</b>
<b>11</b>	<b>Annexes</b>	<b>19</b>

## INTRODUCTION

This document constitutes an addendum to the information document (the “**Information Document**”), prepared by Fondiaria-SAI S.p.A. (“**Fonsai**” or “**Merging Company**”) together with Premafin Finanziaria - S.p.A. – Holding di Partecipazioni (“**Premafin**”), Milano Assicurazioni S.p.A. (“**Milano Assicurazioni**”) and Unipol Assicurazioni S.p.A. (“**Unipol Assicurazioni**”), hereinafter also referred to, along with Premafin and Milano Assicurazioni, as the “**Merged Companies**” and, together with Fonsai, as the “**Companies Participating in the Merger**”), pursuant to Art. 70, paragraph 6, of the Regulation approved by C.O.N.S.O.B. resolution No. 11971 of 14 May 1999, as subsequently amended and supplemented (the “**Issuers Regulation**”), in connection with the merger by acquisition into Fonsai of Premafin, Unipol Assicurazioni and, possibly, Milano Assicurazioni (the “**Merger**”). The Information Document, together with its annexes, was made available to the public on 9 October 2013 at the registered office of the Companies Participating in the Merger and published on the websites of the same Companies Participating in the Merger and of UGF, at the addresses shown below: [www.fondiaria-sai.it](http://www.fondiaria-sai.it), [www.milass.it](http://www.milass.it), [www.premafin.it](http://www.premafin.it), [www.unipolassicurazioni.it](http://www.unipolassicurazioni.it) and [www.unipol.it](http://www.unipol.it), in view of the following general meetings that must vote on the Merger: (i) Fonsai extraordinary shareholders’ meeting, scheduled for 24 and 25 October 2013, respectively on first and second call, (ii) extraordinary shareholders’ meeting of Milano Assicurazioni, called for 25 and 26 October 2013, respectively on first and second call, (iii) extraordinary shareholders’ meeting of Premafin, scheduled on single call for 25 October 2013, and (iv) a special meeting of Milano Assicurazioni, called for 26, 28 and 29 October 2013 respectively on first, second and third call (jointly, the “**General Meetings**”).

This Addendum to the Information Document (the “**Addendum**”) has been published at the request of C.O.N.S.O.B., of 18 October 2013 pursuant to Art. 114, paragraph 5, of Legislative Decree No. 58/1998 (the “**Consolidated Law on Finance**”), in order to provide further details in connection with the Merger and has been made available to the public at the registered office of the Companies Participating in the Merger and on the websites of the same Companies Participating in the Merger and of UGF at the addresses given below: [www.fondiaria-sai.it](http://www.fondiaria-sai.it), [www.milass.it](http://www.milass.it), [www.premafin.it](http://www.premafin.it), [www.unipolassicurazioni.it](http://www.unipolassicurazioni.it) and [www.unipol.it](http://www.unipol.it).

The information in this Addendum should be considered as a supplement to Chapters and Sections of the Information Document to which they relate and should be considered in connection with the contents thereof.

For a more complete description of the Merger, please refer to the Information Document and its Annexes.

Terms not otherwise defined in this Addendum shall have the meanings given to them in the definitions contained in the Information Document.

\*\*\*

This version of the Addendum contains further details on p. 11, with respect to what was originally published, in regard of the corrective Measures prescribed by I.V.A.S.S. upon granting approval to the Merger.

## 1 Results of Sensitivity Analyses on the Ranges of Share Exchange Ratios

### Chapter 1 – Warnings

Paragraph 1.1.8 of the Information Document, entitled “*Risks arising from obsolescence of the Share Exchange Ratios*”, on p. 31, is supplemented as follows:

“The boards of directors of the Companies Participating in the Merger, for the preparation of the Information Document and in view of the Extraordinary Shareholders’ Meetings, with the assistance of an advisor jointly appointed for this purpose, have seen to the performance of the checks referred to in Art. 2501-*quater*, paragraph 3, of the Italian Civil Code, stating that from 30 September 2012 (reference date of the financial statements of the Companies Participating in the Merger drawn up pursuant to Art. 2501-*quater* of the Italian Civil Code) up until the Information Document Date no changes occurred in any asset and liability items of the aforesaid Companies, relevant to the Exchange Ratios.

See Chapter 2, Section 2.1.2.12, of the Information Document”.

### Chapter 2 - Information Relating to the Merger

Paragraph 2.1.2.12 of the Information Document, entitled “*Information on the significant modifications to elements of assets and liabilities which may have arisen after the Merger Plan was deposited at the legal office of the companies taking part in the Merger*”, on p. 104, is supplemented as follows:

“The boards of directors of the Companies Participating in the Merger, for the preparation of the Information Document and in view of the extraordinary shareholders’ meetings, have seen to the performance of the checks pursuant to Art. 2501-*quinquies*, paragraph 3, of the Italian Civil Code, with the support of Professor Paolo Gualtieri, lawyer, of Gualtieri & Associati Advisory Firm (the “**Advisor**”), in the capacity of advisor jointly appointed for this purpose.

In particular, the Companies Participating in the Merger have given the Advisor a special assignment for the purpose of obtaining an opinion on the following circumstances:

1. whether, after 30 September 2012, reference date of the balance sheet prepared in accordance with Art. 2501-*quater* of the Italian Civil Code, any changes have occurred in asset and liability items of the balance sheets of the Companies Participating in the Merger (i) relevant for the purposes of Article 2501-*quinquies*, paragraph 3, of the Italian Civil Code and (ii) that in any case affect the fairness of the Exchange Ratios of the Merger;
2. whether, for the purposes of the provisions in point 1, paragraphs (i) and (ii), the Companies Participating in the Merger - namely Fonsai and Milano Assicurazioni in relation to the criminal proceedings pending before the Court of Turin which investigates Fonsai pursuant to Legislative Decree No. 231 of 8 June 2001, (the “**Proceedings**”) - are required, also in the light of applicable accounting standards, to account for adjustments of assets or new liabilities for the preparation of their annual or interim financial reports, and to reconsider and modify the Exchange Ratios.

The Advisor, as a result of the assessments made, issued his opinion (the “**Opinion**” - see Annex to the Addendum), whose findings show that:

- the analysis of the asset and liability items carried out on the basis of the semi-annual reports of 30 June 2013 of the Companies Participating in the Merger, which contain the latest approved balance sheets (and income statements), shows that, in the period from 30 September 2012 – 30 June 2013, there were no changes in asset and liability items relevant to Art. 2501-*quinquies*, paragraph 3, of the Italian Civil Code that may howsoever affect the relevance of the Exchange Ratios contained in the Merger Plan, in particular:
  - Unipol Assicurazioni reported an increase of €201 million in shareholders’ equity as a result of the positive economic trend, which had been foreseen in the plans for the estimates used in support of Exchange Ratios contained in the Merger Plan;

- Milano Assicurazioni recorded a decrease of € 32 million in shareholders' equity, as a consequence, on the one hand, of write-downs of real property investments and of the negative *run-off* of claims provisions higher than expected, and on the other, of a better economic trend than expected;
- Fonsai recorded a reduction of € 371.4 million in shareholders' equity. However, a significant part of the changes in asset items (goodwill and AFS securities) and liability items (negative *run-off* of claims provisions), which caused the change in shareholders' equity, had been accounted for in the valuation process that supported the determination of the Exchange Ratios contained in the Merger Plan. Moreover, the budget approved by the company in March 2013 envisaged a significantly higher result than expected in the plans used for the valuations;
- Premafin recorded negligible changes in asset and liability items;
- the elements that may be found in the acts and measures related to the Proceedings, for the reasons stated in the Opinion, do not, for the time being, allow to formulate reliable hypotheses on the outcome of the same Proceedings and do not allow, in accordance with IAS / IFRS, to consider a probable disbursement imposed on the companies of an amount that may be estimated in a reliable manner with regard to any claims for damages by shareholders of the companies and to the possible confiscation of revenue due to the alleged criminal conduct. With regard to pending administrative proceedings, no material events subsequent to 30 June 2013 intervened;
- therefore, on the basis of the information elements examined above, no changes intervened, as at the date of issuing the Opinion, in asset and liability items relevant to Art. 2501-*quinquies*, paragraph 3, of the Italian Civil Code that may cause the Exchange Ratios contained in the Merger Plan to be deemed as outdated.

The boards of directors of the Companies Participating in the Merger thereafter proceeded to examine the results of the sensitivity analysis (the “**sensitivity analysis**”), prepared by the competent in-house structures, on the ranges of the share exchange ratios at the time identified by the advisors of the committees of Independent Directors / committees for Transactions with Related Parties of UGF, Premafin, Fonsai and Milano Assicurazioni, for the adoption, on 20 December 2012, of the resolutions approving the Merger Plan.

In particular, the Sensitivity Analysis has, on the basis of methodological approaches at the time adopted by the abovementioned advisors, found and examined the effects attributable to developments in the market and in the related financial statements occurring after the date of approval of the Merger Plan. The methodological approach developed to this end consisted of:

1. a “*desk*” examination (i.e. based on information available resulting from the documentation submitted by the advisors at the meetings of the boards of directors of 20 December 2012) of the methods adopted by the aforementioned advisors;
2. the development of sensitivity scenarios in relation to:
  - the development of the market environment: in this context, an update was performed of all parameters functional to the application of the methods used, such as the *Dividend Discount Model* (“*DDM*”), the *Appraisal Value-SoP / Embedded Value*, the *Net Asset Value* (“*NAV*”), the *Market Multiples Method* and the *Linear Regression Analysis* (“*Value Map*”);
  - the evolution of the balance sheets, based on the respective final figures at 30 June 2013 as approved by the boards of directors of the Companies Participating in the Merger, compared to the balance sheets at 30 September 2012, taken as a reference for the determination of Exchange Ratios;
  - the evolution of adjustments related to real estate and financial assets, on the basis of market values of the securities portfolio as at 30 June 2013 and the market value attributable to the real estate inferred from the appraisals commissioned by the Companies Participating in the Merger for purposes of preparing the financial statements at 31 December 2012;

- the evolution of actuarial variables related to the Life business based on an estimate, as at 30 June 2013, of the value of the existing portfolio (*Value In Force*) and of the value of one year's new business (*New Business Value*) pertaining to the Life business;
- estimates of income of the Companies Participating in the Merger, attributable to financial year 2013.

The above Sensitivity Analysis revealed no critical issues with regard to the assessments which the aforementioned advisors of the committees of Independent Directors / committees for Transactions with Related Parties had reached.

In view of the foregoing and sharing the conclusions emerging from the Opinion and the Sensitivity Analysis, the governing bodies of the Companies Participating in the Merger, pursuant to Art. 2501-*quater*, paragraph 3, of the Italian Civil Code, certified that from 30 September 2012 (reference date of the financial statements of the Company prepared in accordance with Art. 2501-*quater* of the Italian Civil Code) up until the Information Document Date no significant changes occurred in the asset and liability items of the same Companies, therefore, no significant change was detected in the assumptions underlying the Exchange Ratios”.

\*\*\*

## **2 Mandatory Convertible Loan of € 201.8 Million Expiring on 31 December 2015 (“Convertible Loan”)**

### **Chapter 2 - Information Relating to the Merger**

Paragraph 2.1.2 of the Information Document, entitled “*Procedures, terms and conditions of the Merger*”, subsection “*Restructuring Plan and Merger*”, “*Phase 2*”, on p. 87 et seq., is supplemented as follows:

“The Issue Price of Conversion Shares in the service of the Convertible Loan is given by:

- a. the arithmetic average of the closing prices of the ordinary shares of the Company Resulting from the Merger recorded on the Electronic Stock Market for a period of three calendar months starting from the eleventh trading day following the effective date of the Merger, plus
- b. a fixed 10% premium.

These criteria are firstly designed to ensure that the conversion price takes into account trends in the stock market price of shares issued by the Company Resulting from the Merger and, secondly, that the same price reflects a conversion premium consistent with the “*equity*” nature of the instrument, also taking into account the duration of the same.

The fact that the stock market performance is referred to the quarter following completion of the Merger enables the detection of an average that is not affected by the effects of the Merger announcement and, therefore, is reasonably suitable to representing the market value of UnipolSai shares, in line with best valuation practice. The conversion of the convertible loan into newly issued shares will take into account the market price of the shares for a sufficiently long period and will award a premium to bondholders determined by taking into account its equity nature and the duration of the assigned instrument, all of which in line with practice for this kind of operations.

These criteria were also considered to be fair and appropriate – pursuant to and in accordance with Articles 2441, paragraph 6, of the Italian Civil Code and Article 158 of the Italian Consolidated Law on Finance - by the auditing firm Reconta Ernst & Young, which issued a special fairness opinion on 1 October 2013, available on the website of Fonsai (the “**Fairness Opinion**”).

As is also stated in the Fairness Opinion, “*the choice to make reference to the performance of stock prices is, in the circumstances, even in light of the characteristics of the transaction and of the recipients of the same, reasonable and not arbitrary (...). In fact, the reference to stock market prices is commonly accepted both nationally and internationally and is constantly used in professional practice, in the case of companies with shares listed on regulated markets*”.

As regards the identification of the recipients of the Convertible Loan, as shown above (also see Chapter 1, Section 1.2.2 of the Information Document), it should be noted that, on the basis of the discussions with the Lending Banks (except G.E. Capital Interbanca S.p.A.), it was considered that, due to the characteristics and the intrinsic risk of the instrument, it would be more appropriate to offer the Convertible Loan to the Lending Banks only (except G.E. Capital Interbanca S.p.A.).

Notwithstanding the above, the sums deriving from the subscription of the Convertible Loan will be allocated to closing the existing loan (for offsets or reimbursement *pro rata share* of the Lending Banks, with the exception of G.E. Capital Interbanca S.p.A.).

\*\*\*

### **3 Updates on the Progress of (i) Major Real Estate Projects of the Fonsai Group, and (ii) of Disposals Provided for in the Joint Business Plan**

#### **Chapter 1 – Warnings**

Paragraph 1.2.1 of the Information Document, entitled “*Risks related to the insurance business in the Life and Non-Life Businesses and other activities of the Companies Participating in the Merger*” sub-paragraph “*Risks related to the housing market*”, on p. 39 et seq., is supplemented as follows:

#### “Real Estate Projects of the Group Fonsai

With reference to the state of development of major real estate projects in the Fonsai Group’s portfolio, please note the following.

#### Porta Nuova Area

Investment activities continued, through some Fonsai Group companies, in joint ventures with the U.S. group HINES for the real estate development project in the area called “Porta Nuova” located in Milan, a project divided into three distinct and independent *sub*-projects (Porta Nuova Garibaldi, Porta Nuova Varesine and Porta Nuova Isola), which are carried out by means of three different real estate closed-end funds (the “**Funds**”) managed by Hines SGR S.p.A. (“**Hines**”). The project will, with the redevelopment of over 290 thousand square meters of brown field sites, reconnect the urban fabric of three Milan neighborhoods which have been separated for over thirty years. In particular, 90% of the project Porta Nuova Garibaldi has been completed, while the completion of the works for the two projects Porta Nuova Varesine and Porta Nuova Isola is expected within early 2014 with commercialization to be finalized by 2015.

Given the update received from Hines, the exit from the investment in Porta Nuova by the Fonsai Group has been planned, to date, by the end of 2015.

The Fonsai Group has carried out an independent analysis on investment both under normal conditions and by applying a stress hypothesis that envisages a decrease in sales revenue and an increase in residual costs of realization. The analysis, based on the documentation and information provided in the appraisals included in the statements of the Funds as at 31 December 2012 and 30 June 2013 and performed with the objective of verifying the possibility of recovering the invested capital both under normal conditions and in conditions of stress, at the Information Document Date and to the best knowledge of the Fonsai Group, has shown no critical situations which may affect the return on investment as a whole.

However, given the decreasing margins in recent quarters, possible critical issues on specific aspects should not be ruled out.

#### Melchiorre Gioia Area

In regard of the area of Milan located in Via Melchiorre Gioia, corner of Via Don Sturzo, owned by the Fonsai Group, situated inside the area of urban redevelopment called the “Porta Nuova”, the preliminary design is underway for the realization a new multi-purpose building.

#### Castle Area



Lastly, as regards the Area of the Castle, about 170 acres located on the northern outskirts of Florence - whose detailed plan envisaged residential and office buildings as well as a portion of “public buildings” that would house offices of public institutions - a variant of the detailed plan of this initiative is currently being studied in order to align the initial design to the current real estate market demand, as well as to take into account the implications of the introduction, in recent months, of zoning regulations as a result of the adoption of the Territorial Plan by the Region Tuscany.

With regard to these two new real estate projects, given the early stage thereof, it is not possible, at the Information Document Date, to exclude the existence of risks in connection with it that might generate negative impacts on the Company Resulting from the Merger.

#### Disposals provided for in the Joint Business Plan

With regard to the disposal of real property assets, please be informed that, at the Information Document Date, the sales transactions subject to finalized contractual agreements (final contracts, irrevocable proposals accepted or preliminary contracts) have entailed fees amounting to more than €66 million (of which over €36 million in relation to final contracts to be concluded by 2013); these activities are substantially in line with the provisions of the Joint Business Plan, despite the continuation of a difficult market environment”.

### **Chapter 6 - Prospects of the Incorporating Company and of the group it leads**

Paragraph 6.1.1 of the Information Document, entitled “*Indications of the most significant trends recorded in the insurance and claims portfolio*” subsection “*Trend of activities other than insurance - Real Estate Sector*”, on p. 213, is supplemented as follows:

“See Paragraph 6.2.7 of the Information Document”.

Paragraph 6.2.7 of the Information Document, entitled “*Projections based on actions under the control of Directors and management*” subsection “*Real Estate Sector*”, on p. 223, is supplemented as follows:

#### “Real Estate Projects of the Fonsai Group

With reference to the state of development of major real estate projects in the Fonsai Group’s portfolio, please note the following.

#### Porta Nuova Area

Investment activities continued, through some Fonsai Group companies, in joint ventures with the U.S. group HINES for the real estate development project in the area called “Porta Nuova” located in Milan, a project divided into three distinct and independent *sub*-projects (Porta Nuova Garibaldi, Porta Nuova Varesine and Porta Nuova Isola), which are carried out by means of three different real estate closed-end funds (the “**Funds**”) managed by Hines SGR S.p.A. (“**Hines**”). The project will, with the redevelopment of over 290 thousand square meters of brown field sites, reconnect the urban fabric of three Milan neighborhoods which have been separated for over thirty years. In particular, 90% of the project Porta Nuova Garibaldi has been completed, while the completion of the works for the two projects Porta Nuova Varesine and Porta Nuova Isola is expected within early 2014 with commercialization to be finalized by 2015.

Given the update received from Hines, the exit from the investment in Porta Nuova by the Fonsai Group has been planned, to date, by the end of 2015.

The Fonsai Group has carried out an independent analysis on investment both under normal conditions and by applying a stress hypothesis that envisages a decrease in sales revenue and an increase in residual costs of realization. The analysis, based on the documentation and information provided in the appraisals included in the statements of the Funds as at 31 December 2012 and 30 June 2013 and performed with the objective of verifying the possibility of recovering the invested capital both under normal conditions and in conditions of stress, at the Information Document Date and to the best knowledge of the Fonsai Group, has shown no critical situations which may affect the return on investment as a whole.

#### Melchiorre Gioia Area

In regard of the area of Milan located in Via Melchiorre Gioia, corner of Via Don Sturzo, owned by the Fonsai Group, situated inside the area of urban redevelopment called the “Porta Nuova”, the preliminary design is underway for the realization a new multi-purpose building.

#### Castle Area

Lastly, as regards the Area of the Castle, about 170 acres located on the northern outskirts of Florence - whose detailed plan envisaged residential and office buildings as well as a portion of “public buildings” that would house offices of public institutions - a variant of the detailed plan of this initiative is currently being studied in order to align the initial design to the current real estate market demand, as well as to take into account the implications of the introduction, in recent months, of zoning regulations as a result of the adoption of the Territorial Plan by the Region Tuscany.

#### Disposals provided for in the Joint Business Plan

With regard to the disposal of real property assets, please be informed that, at the Information Document Date, the sales transactions subject to finalized contractual agreements (final contracts, irrevocable proposals accepted or preliminary contracts) have entailed fees amounting to more than €66 million (of which over €36 million in relation to final contracts to be concluded by 2013); these activities are substantially in line with the provisions of the Joint Business Plan, despite the continuation of a difficult market environment”.

\*\*\*

## **4 Updates on Compliance with the Objectives of the Joint Business Plan and the Relevant Implementation Schedule**

### **Chapter 6 - Prospects of the Incorporating Company and of the group it leads**

Paragraph 6.2.9 of the Information Document, entitled “*Summary of the Provisional Figures*”, on p. 224 and 225, is supplemented as follows:

“It is assumed that, given the time horizon of the Joint Business Plan, at the Information Document Date, the assessment of the degree of compliance with the objectives of the Plan - defined with respect to the end of financial year 2015 - is limited to taking into consideration forecasts of results for the current year, assessing whether such forecasts can be reasonably deemed consistent, in the meantime, with the assumptions underlying the objectives of the Plan.

By accepting this approach, while believing that the positive operating results achieved in the first half of 2013, subject to the continuing macroeconomic, financial and market uncertainties, can be reasonably consolidated in the remaining part of the financial year (see Chapter 6, Section 6.1.4, of the Information Document), it is estimated that, although at the end of financial year 2013 - the first year of the Plan - some deviations can be noted in the estimates of the company’s performance identified, in the meantime, for the definition of the objectives of the end of the Plan, such objectives may be in any case considered reasonably confirmed.

The aforementioned deviations mainly relate to:

- the downward trend detected for Non-Life premium income, as a result of a market downturn and increasingly competitive dynamics in the Non-Life MV business, which is deemed could be substantially offset, in terms of profitability, by a positive technical trend, in terms of claims / premiums ratio, favored by the observed decrease in stated claims;
- a trend in Life premium income that, in the data so far posted, has been found to be altogether greater than expected for the year in progress.

There is no indication, however, of significant differences regarding the estimate of the expected synergies from the Transaction.

With reference to the Plan implementation schedule, it should be noted that in the current financial year the program of works included in the Plan itself for the period has been implemented through:

- the preparation of detailed planning and relevant monitoring process;

- the start-up of the implementation of actions envisaged in the Plan for 2013;
- the definition of the governance structure and management of the industrial integration process.

At the Information Document Date, therefore there were no significant deviations from the Plan as prepared which may materially affect the implementation schedule set forth in the Joint Business Plan”.

\*\*\*

## **5 Management Requirements Indicated by IVASS in Letters Addressed to the Companies Participating in the Merger on 25 July 2013**

### **Chapter 1 – Warnings**

Paragraph 1.1.6 of the Information Document, entitled “*Risks arising from the possibility of revoke expiration and /or lack of granting authorizations by the Supervisory Authority in the insurance and banking sector*” on p. 28 et seq., is supplemented as follows:

“The following is the detail of the corrective Measures that IVASS, on the occasion of the release of its approval of the Merger pursuant to and in accordance with Articles 201 et seq. of the Code of Private Insurance and Articles 23 et seq. of the IVASS Regulations on Mergers, identified as to be mandatorily implemented.

- a. *Corporate governance*: subject to the abovementioned requirements expressed in the decision to authorize acquisition of the controlling stake in the Premafin - Fonsai Group of 20 June 2012, the Company Resulting from the Merger is required to:
  - i. Extend the number of members of the Executive Committee, to be identified also among the independent directors, as well as a system of proxies aimed at balancing powers between the various corporate bodies, together with the adoption of an effective information and control system of the delegated powers;
  - ii. Set up a nomination committee, the composition of which should be in line with the regulations in force for listed companies, as well as with the provisions of the codes of conduct drawn up by management companies in regulated markets or by trade associations.
- b. *Policies for distribution of profits and reinsurance policies*: in this respect, it is required that:
  - i. the remuneration of the capital of the Company Resulting from the Merger by the distribution of dividends to shareholders should be determined, from time to time, by taking into account actual economic developments in order to ensure the achievement of the solvency levels set forth in the Joint Business Plan, as well as
  - ii. having also regard to the concentration in the national territory of the portfolio acquired from Gruppo Assicurativo Unipol, in view of better containing the exposure to technical risks arising from the activities performed, as a conservative measure, reinsurance policies to be adopted by the Company Resulting from the Merger should tend to increase the risks transferred outside the Group itself.
- c. *Assets covering technical reserves*: in procedures and controls relating to the management of investments and technical commitments, with reference to the assets covering technical provisions, UnipolSai is required to:
  - i. strengthen the preventive analyses relating to suitability and eligibility of the assets and verify the possibility to maintain the assumptions underlying their classification;
  - ii. strengthen the safeguards for the valuation of structured securities and real estate portfolio - also in order to improve reliability and transparency of the valuation of such assets - as well as for the traceability of the findings of line and second-level controls;

- iii. impose limits and conditions on assets for which it is not possible to obtain market prices, or reliable and independent valuations;
  - iv. prepare a careful and systematic analysis of liquidity profiles especially with reference to the significant volume of structured financial products;
  - v. promptly seize any market opportunity in order to simplify and lighten the sector of structured securities;
  - vi. evaluate the necessary corrective actions with respect to Milano Assicurazioni, in case it does not participate in the Merger, in order to ensure a suitable and adequate coverage of technical reserves.
- d. *Reserve risk*: UnipolSai is required to:
- i. strengthen control tools, systematically and comprehensively formalizing the procedures adopted in order to ensure an adequate level of traceability of actions undertaken and a clear definition of the different degrees of responsibility of structures by (aa) intensifying and extending the findings of structures operating within the claims function; (bb) enhancing the actions of the second- and third-level control functions, ensuring a rapid transition to the new unified information system to improve the tools supporting the management of claims; (cc) enhancing line controls;
  - ii. strengthen the regulatory arrangements as part of the operational repositioning initiatives and re-launch of the General TPL Business of the Fonsai and Milano Assicurazioni portfolios;
  - iii. intensify educational actions aimed at the settlement network by also preparing awareness-raising actions in order to strengthen the activities covering the areas where critical issues were detected with new and effective prevention and control actions.

Without prejudice to the fact that the Acquiring Company will implement the corrective Measures referred to in letters a) and b) above after completion of the Merger, it should be noted that with reference to the remaining corrective Measures certain initial actions functional to the achievement of the requirements contained in such Measures have already been outlined as part of the planned activities for the strengthening of the internal control system that the Unipol Group will implement after completion of the Merger. In particular:

- with reference to the corrective Measures that relate to assets covering reserves (the “**Assets**”), the following, among other things, has been planned:
  - i. the review of the Group’s *investment policy* and the strengthening of internal organizational procedures for a more comprehensible and accurate definition of the positions involved in business processes pertaining to the management of Assets, their execution timing and criteria for classification of the same Assets;
  - ii. the strengthening of the second-level control activities for the periodic assessment of the maintenance of eligibility requirements covering the Assets and the characters of the classification assigned to them, as well as a direct responsibility of the Compliance and Risk Management Functions for the correct classification of structured securities included among the Assets;
  - iii. the introduction of additional safeguards in the above investment policies to limit the Assets represented by structured securities, with particular reference to those that may be valued with internal models for which no mark-to-market assessments are available, without prejudice to the objective of gradually reducing such aggregate and continuing with continuous activities – a part of which already took place during financial year 2012 – for the refinement, with a mode that may also guarantee their traceability, of internal pricing models used for the valuation of complex securities in conformity with the dynamics of financial markets and the occurrence or consolidation of critical situations;

- iv. the adoption of internal operating rules for the adaptation and harmonization of processes and relevant controls of real property Assets and for the regulation of annual valuation activities of the same by companies specializing in sector (the “**Experts**”);
  - v. the strengthening of second-level controls over processes for the management of real property Assets by, among other things, instituting a new Real Estate Risk Function in the Risk Management dept., which will be entrusted independent control functions over the values assigned by the Experts to real property Assets and the definition of the relevant parameters for setting such values;
- with reference to the corrective Measures that relate to the reserve risk, the following, among other things, has been planned:
- i. the strengthening of the system of internal controls relating to operational management processes of claims and reserve activities through the review and implementation of internal procedural rules and of the Group’s directives and policies, so as to make the definition of roles, tasks and responsibilities involved more timely and transparent and the activities and controls performed at all levels more traceable;
  - ii. the intensification of implementation actions of a new unified information system at Group level for the management of claims, also as a tool to support the activities described in point (i) above;
  - iii. an adequate plan of training activities for settlement departments.

\*\*\*

## 6 Updates Related to Measures Planned under AGCM Resolution

### Chapter 1 - Warnings

Paragraph 1.1.7 of the Information Document, entitled “*Risks arising from the failure to comply with the decisions issued by the Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*”, in letters c) and g), on p. 30 and 31, respectively is supplemented as follows:

“On 9 October 2013, Fonsai, Milano Assicurazioni and Finsai International S.A. (the “**Sellers**”) finalized the sale of 23,114,386 Mediobanca ordinary shares, representing approximately 2.68% of the share capital (the “**Shares sold**”) through a process of “*accelerated book-building*” (the “**Disposal Transaction**”) directed exclusively to qualified investors in Italy, as defined in Art. 34-ter, paragraph 1, letter b, of the Issuers Regulation and to institutional foreign investors. The consideration for the sale of the Shares amounted to approximately €135.2 million.

This Disposal Transaction falls within the disposal of the entire stake held by the Sellers in the share capital of Mediobanca, amounting to a total of 33,019,886 shares (3.83% of share capital), in fulfillment of the measures laid out by AGCM. The additional 9,905,500 Mediobanca shares held by Fonsai, equal to 1.15% of the share capital, were not included in the Disposal Transaction as they are the subject of forward sale contracts undersigned previously, which will be settled in the month of November 2013, resulting in the collection of approximately €50.5 million in consideration thereof”.

“With regard to the progress of the Disposal procedure in accordance with the AGCM Resolution, also following receipt of expressions of interest, it should be noted that a special data room has been arranged for and opened to parties interested therein and negotiations are in progress with interested parties to which early drafts of the contractual documentation have been made available. Should the negotiations with the parties that submitted the above expressions of interest continue, negotiation on the aforesaid contractual documentation is expected to start in the next few weeks”.

### Chapter 2 - Information relating to the Merger

Paragraph 2.1.2 of the Information Document, entitled “*Procedures, terms and conditions of the Merger*”, subsection “*Divestments contemplated within the Project of Integration by Merger*”, on p. 90, is supplemented as follows:

“(i) Disposals of investments: in connection with the sale of the investments held by Fonsai in Assicurazioni Generali S.p.A. and Mediobanca as required by AGCM, please note the following.

- a. Disposal by Fonsai of the entire investment held in Assicurazioni Generali S.p.A., equal to approximately 1%: Fonsai, in compliance with said Measure, has arranged for the disposal of the entire investment held in Assicurazioni Generali S.p.A. through (i) exercise by the same Fonsai, as well as by Milano Assicurazioni and the respective counterparty banks, of put options and call options with the same strike (forward sale) and (ii) direct sale on the market. Pending the completion of the disposal, Fonsai has refrained from exercising administrative rights, including voting rights, connected with the investment in question.
- b. Disposal by UGF of the entire equity stake held by the Premafin / Fonsai Group in Mediobanca and, pending the completion of the aforementioned disposal, the opening of an escrow account with an escrow agent approved by AGCM; during the period necessary to the identification and appointment of the escrow agent, refraining (i) from exercising any administrative rights, including voting rights, in relation to the investments held in Mediobanca, as well as (ii) from designation of its representatives on the Board of Directors of Mediobanca and the managing committee of the latter’s shareholder agreement.

In relation to the aforementioned Measure, UGF, Fonsai and Milano Assicurazioni have given a specific assignment to Equita SIM S.p.A. for the purposes of searching for parties interested in purchasing the stake in Mediobanca. UGF, together with Fonsai, Milano Assicurazioni and Fonsai International S.A., have also granted to BNP Paribas Securities Services S.c.a. (“**BNP Paribas**”) an irrevocable mandate to act as custodian of the shares held by Fonsai in Mediobanca and have proceeded to open an escrow account, on which they have deposited such shares, giving specific, permanent and irrevocable instructions to BNP Paribas in regard of abstention from participation in the shareholders’ meeting of Mediobanca and exercise of the corresponding voting rights.

With reference to the above obligation to dispose of its stake in Mediobanca, it should be noted that, on 17 September 2013, following a specific request by Fonsai, also on behalf of Milano Assicurazioni and Fonsai International S.A., the meeting of the shareholder agreement authorized the release, in advance, from the agreement of the investment held by the Group Premafin / Fonsai, in view of its subsequent disposal in accordance with the Measures.

Moreover, in relation to the second part of the Measure in question, UGF, Fonsai, Milano Assicurazioni and Fonsai International S.A. refrained from exercising any administrative rights and from designating any representatives on the Board of Directors of Mediobanca and on the management committee of the latter’s shareholder agreement, in replacement of the then representatives of the Group Fonsai already removed.

On 9 October 2013, the Sellers completed the disposal of 23,114,386 Mediobanca ordinary shares, representing approximately 2.68% of the share capital through an *accelerated book-building* process directed exclusively to qualified investors in Italy, as defined in Art. 34-ter, paragraph 1, letter b, of the Issuers Regulation and to foreign institutional investors. The consideration for the disposal of the Shares amounted to approximately €135.2 million.

This Disposal Transaction falls within the disposal of the entire stake held by the Sellers in the share capital of Mediobanca, amounting to a total of 33,019,886 shares (3.83% of share capital), in fulfillment of the measures laid out by AGCM. The additional 9,905,500 Mediobanca shares held by Fonsai, representing 1.15% of the share capital, were not included in the Disposal Transaction as they are the subject of forward sale contracts undersigned previously, which will be settled in the month of November 2013, resulting in the collection of approximately €50.5 million in consideration thereof.

The disposal of the entire investment will therefore lead to a positive financial impact, net of relevant expenses, of approximately €177.7 million and a positive economic impact of approximately €44.6 million (at the IAS level).

(ii) Disposals of Assets: with regard to the progress of the Disposal procedure in accordance with the AGCM Resolution, also following receipt of expressions of interest, it should be noted that a special data room has been arranged for and opened to parties interested therein and negotiations are in progress with interested parties to which early drafts of the contractual documentation have been made available. Should the negotiations with the parties that submitted the above expressions of interest continue, negotiations on the aforesaid contractual documentation are expected to start in the next few weeks”.

## **Chapter 6 – Prospects of the Incorporating Company and the group it leads**

Paragraph 6.2.5 of the Information Document, entitled “*Principal Projections*” subsection “*Decision of the AGCM*”, on p. 219 and p. 220, is supplemented as follows:

On 9 October 2013, the Sellers (as defined in Chapter 1, Paragraph 1.1.7 of the Information Document) completed the disposal of 23,114,386 Mediobanca ordinary shares, representing approximately 2.68% of the share capital through an *accelerated book-building* process directed exclusively to qualified investors in Italy, as defined in Art. 34-ter, paragraph 1, letter b, of the Issuers Regulation and to foreign institutional investors. The consideration for the disposal of the Shares amounted to approximately €135.2 million.

This Disposal Transaction falls within the disposal of the entire stake held by the Sellers in the share capital of Mediobanca, amounting to a total of 33,019,886 shares (3.83% of share capital), in fulfillment of the measures laid out by AGCM. The additional 9,905,500 Mediobanca shares held by Fonsai, representing 1.15% of the share capital, were not included in the Disposal Transaction (as defined in Chapter 1, Paragraph 1.1.7 of the Information Document) as they are the subject of forward sale contracts undersigned previously, which will be settled in the month of November 2013, resulting in the collection of approximately €50.5 million in consideration thereof.

The disposal of the entire investment will therefore lead to a positive financial impact, net of relevant expenses, of approximately €177.7 million and a positive economic impact of approximately €44.6 million (at the IAS level).

With regard to the progress of the Disposal procedure in accordance with the AGCM Resolution, also following receipt of expressions of interest, it should be noted that a special data room has been arranged for and opened to parties interested therein and negotiations are in progress with interested parties to which early drafts of the contractual documentation have been made available. Should the negotiations with the parties that submitted the above expressions of interest continue, negotiations on the aforesaid contractual documentation are expected to start in the next few weeks”.

\*\*\*

## **7 Complaints of Class “A” Savings Shareholders of Fonsai**

### **Chapter 1 – Warnings**

Paragraph 1.2.15 of the Information Document, entitled “*Risks arising from complaints of category “A” savings shareholders of Fonsai*”, on p. 67, is supplemented as follows:

“Fonsai does not believe that any prejudice has been caused to its savings shareholders in terms of possible differences in treatment between the securities of the two different categories.

Fonsai has already amply illustrated why it does not consider the claims made by the Common Representative of Savings Shareholders of category “A” justified.

Moreover, although not directly aware of further and different claims made separately by other savings shareholders of category “A” or category “B”, Fonsai - without prejudice to the above - considers that the resolutions to be adopted in the context of the Merger and those previously adopted in the context of the Fonsai Capital Increase are legitimate and have not caused any prejudice whatsoever to the aforementioned

shareholders. Notwithstanding the foregoing, the Company Resulting from the Merger will verify the feasibility of the simplification of the share capital structure with reference to the different classes of shares, taking into consideration feasibility from the technical and legal standpoint, fairness from a financial standpoint as well as respect of the interests of all the shareholders. It should be noted, however, that the requests made so far in this regard by the common representative of the savings shareholders of category “A” do not reflect the above mentioned conditions.

Further details on the evaluations and initiatives that may ultimately be carried out by the Company Resulting from the Merger on the topics mentioned above will be disclosed to the market in the manner provided by the law”.

## **Chapter 2 – Information relating to the Merger**

Paragraph 2.1.2.9 of the Information Document, entitled “*Assessments of the position of category “A” savings shareholders in Fonsai*”, on p. 100 and p. 101, is supplemented as follows:

“Fonsai does not believe that any prejudice has been caused to its savings shareholders in terms of possible differences in treatment between the securities of the two different categories.

Fonsai has already amply illustrated why it does not consider the claims made by the Common Representative of Savings Shareholders of category “A” justified.

Moreover, although not directly aware of further and different claims made separately by other savings shareholders of category “A” or category “B”, Fonsai - without prejudice to the above - considers that the resolutions to be adopted in the context of the Merger and those previously adopted in the context of the Fonsai Capital Increase are legitimate and have not caused any prejudice whatsoever to the aforementioned shareholders. Notwithstanding the foregoing, the Company Resulting from the Merger will verify the feasibility of the simplification of the share capital structure with reference to the different classes of shares, taking into consideration feasibility from the technical and legal standpoint, fairness from a financial standpoint as well as respect of the interests of all the shareholders. It should be noted, however, that the requests made so far in this regard by the common representative of the savings shareholders of category “A” do not reflect the above mentioned conditions.

Further details on the evaluations and initiatives that may ultimately be carried out by the Company Resulting from the Merger on the topics mentioned above will be disclosed to the market in the manner provided by the law”.

\*\*\*

## **8 Economic and Financial Impact on the Company Resulting from the Merger Deriving from the Approval of the Proceedings for Arrangement with Creditors of Im.Co. and Sinergia**

### **Chapter 1 – Warnings**

Paragraph 1.2.14 of the Information Document, entitled “*Risks connected with operations with related parties*”, on p. 65 and p. 66, is supplemented as follows:

“The possible approval, with a final ruling, of the arrangements with creditors of Im.Co. and Sinergia may result in the following economic and financial impacts for the Company Resulting from the Merger:

- with regard to the receivables due to the Group Fonsai from Im.Co. and Sinergia, resulting from advance payments made as under the contracts for the purchase of future assets involving the purchase of real estate (amounting to a total amount, net of write-downs, of € 86.2 million and representing the main part of receivables posted in the financial statements), it should be noted that the book value at 30 June 2013 of the same was stated on the basis of a valuation of recoverability of such receivables, carried out in 2012 by an independent expert, and reflects the current value of the underlying real estate operations. Having said that, it is therefore reasonable to assume that the transfer of ownership of the real property to Milano Assicurazioni and Immobiliare Fondiaria-SAI S.r.l., as provided for in the event of approval of the arrangement with creditors, will not result in a significant economic and financial impact on the Company Resulting from the Merger;



- with regard to the receivables due to Banca SAI S.p.A. from the Im.Co. - Sinergia group, amounting to approximately €21.4 million and fully written down, as a result of the possible approval of the arrangement with creditors and against the disbursement of new funding of €11 million, the bank would receive units of real estate funds, whose economic impact could be positive depending on the market value of such units at the time of their assignment;
- in regard of the guarantee policies issued mainly by Fonsai, and in a small part by Milano Assicurazioni, as a collateral for commitments made by the companies belonging to the Im.Co.-Sinergia group, i.e. a total exposure, net of reinsurance, amounting to €5.8 million, no noteworthy economic and financial impacts, as a result of the possible approval of the arrangement with creditors, are forecast since the risk connected to such policies should be not considered significant, at the Information Document Date;
- In regard of the relationships between Premafin and Im.Co., it should be noted that, as a result of the possible approval of the arrangement with creditors, against payment of a fee of €1.7 million, plus VAT and expenses, Premafin would acquire the property of the areas located in the municipality of Milan subject to the commitment to sell the same to the Municipality itself, in regard of which there is currently a pending dispute between that institution and Premafin. Such acquisition is strictly conditional upon the subsequent failure to transfer such areas to the Municipality of Milan within the judicial or out-of-court conclusion of the aforementioned litigation. Should such transfer take place and entail the closure of the litigation with the Municipality of Milan, the Company Resulting from the Merger may release the relevant provisions previously made (i.e. €13 million at the Information Document Date), resulting in a positive economic impact for the same amount, net of transaction costs incurred for the possible acquisition and subsequent transfer of the areas in question”.

\*\*\*

## **9 Investment Held by Unipol Assicurazioni S.p.A. in Unipol Banca S.p.A.**

### **Chapter 1 – Warnings**

Paragraph 1.1.6 of the Information Document, entitled “*Risks arising from the possibility of revoke expiration and /or lack of granting authorizations by the Supervisory Authority in the insurance and banking sector*”, on p. 29, is supplemented as follows:

“With regard to the granting of authorizations by the Bank of Italy and by the Central Bank of Ireland, it is believed that the same may be obtained prior to the signing of the Merger deed.

In any case, without prejudice to the foregoing, in light of applicable statutory regulations it is believed that the failure, if any, to grant such authorizations represents no impediment, or delay, for the completion of the Merger”.

### **Chapter 2 – Information relating to the Merger**

Paragraph 2.1.2 of the Information Document, entitled “*Procedures, terms and conditions of the Merger*”, subsection “*Put and call option on the equity investment in Unipol Banca S.p.A.*”, on p. 90, is supplemented as follows:

“UGF and Fonsai will proceed with the formalization of the option contract relating to Unipol Banca in the context of the Merger, i.e. before the signing of the Merger deed but effectively subject to the completion of the same”.

### **Chapter 5 – Proforma income statement and balance sheet of the Incorporating Company**

Paragraph 5.3.4 of the Information Document, entitled “*Description of the proforma adjustments to the consolidated historical figures at 31st December 2012*”, subsection “*Note 7. Put Option - Unipol Banca*”, on p. 191 and p. 192, is supplemented as follows:

“UGF and Fonsai will proceed with the formalization of the option contract relating to Unipol Banca in the context of the Merger, i.e. before the signing of the Merger deed but effectively subject to the completion of the same”.

Paragraph 5.4.4 of the Information Document, entitled “*Description of the proforma adjustments to the consolidated historical figures at 30th June 2013*”, subsection “*Put Option - Unipol Banca*”, on p. 206, is supplemented as follows:

“UGF and Fonsai will proceed with the formalization of the option contract relating to Unipol Banca in the context of the Merger, i.e. before the signing of the Merger deed but effectively subject to the completion of the same”.

#### **Chapter 6 - Prospects of the Incorporating Company and the group it leads**

Paragraph 6.2.7 of the Information Document, entitled “*Projections based on actions under the control of the Directors and management*” subsection “*Put-call option on Unipol Banca S.p.A. (“Unipol Banca”)*”, on p. 223 and p. 224, is supplemented as follows:

“UGF and Fonsai will proceed with the formalization of the option contract relating to Unipol Banca in the context of the Merger, i.e. before the signing of the Merger deed but effectively subject to the completion of the same”.

\*\*\*

## **10 Errata**

In Paragraph 5.5.1 of the Information Document, entitled “*Measures of the Italian Antitrust Authority*” subsection entitled “*Divestiture of Investments*”, fourth clause, on p. 208:

**should read**

“Below is the value of the shareholding in Mediobanca at fair value at 31st December 2012 and 30th June 2013:

- at 31st December 2012: Euro 153.8 million equal to a shareholding of 3.8%
- at 30th June 2013: Euro 134.7 million equal to a shareholding of 3.8%.”

**thus replacing**

“Below is the value of the shareholding in Mediobanca at fair value at 31st December 2012 and 30th June 2013:

- at 31st December 2012: Euro 153.8 million equal to a shareholding of 3.4%
- at 30th June 2013: Euro 134.7 million equal to a shareholding of 3.4%.”

## **11 Annexes**

The list of Annexes referred to in Chapter 7 of the Information Document is supplemented as follows and the relevant document is attached to this Addendum:

“ - *Opinion issued by Gualtieri & Associates Advisory Firm on 17 September 2013.*”

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

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

## Parere

*Milano, 17 settembre 2013*

## Indice

I. PREMESSA	4
II. IL QUESITO	5
III. CENNI SULLA NORMATIVA DI RIFERIMENTO	6
IV. MODIFICHE DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO INTERVENUTE TRA IL 30 SETTEMBRE 2012 E IL 30 GIUGNO 2013 E LORO RILEVANZA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-QUINQUIES, 3° COMMA	8
IV.1 Fondiaria Sai	9
A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013 e variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012	9
B) Analisi della rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	13
C) Giudizio conclusivo sulla rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	16
IV.2 Milano Assicurazioni	16
A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013 e variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012	16
B) Analisi della rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	18
C) Giudizio conclusivo sulla rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	20
IV.3 Unipol Assicurazioni	20
A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013 e variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012	20
B) Analisi della rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	22
C) Giudizio finale sulla sussistenza di obblighi di segnalazione ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	24
IV.4 Premafin	24
A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013, variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012 e analisi della loro rilevanza ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	24
B) Giudizio conclusivo sulla rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile	25

<b>V. MODIFICHE DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO CONNESSE AI PROCEDIMENTI PENDENTI</b>	<b>26</b>
<b>V.1 L'evoluzione dei procedimenti</b>	<b>26</b>
<b>V.2 L'impatto dei rischi connessi ai procedimenti pendenti per Fonsai e Milano sugli elementi dell'attivo e del passivo</b>	<b>31</b>
<i>A) I rischi connessi al procedimento penale</i>	<i>33</i>
<i>B) I rischi connessi ai procedimenti amministrativi</i>	<i>46</i>
<b>VI. CONCLUSIONI</b>	<b>50</b>

## **I. PREMESSA**

Il presente parere è reso nell'ambito dell'*iter* di realizzazione del progetto di integrazione (il Progetto di Integrazione) di cui all'accordo del 29 gennaio 2012 tra Unipol Gruppo Finanziario (UGF) e Premafin Finanziaria Holding di Partecipazione (Premafin) che prevede, tra l'altro, la fusione (la Fusione) per incorporazione in Fondiaria Sai (Fonsai) di Unipol Assicurazioni (Unipol), Premafin e Milano Assicurazioni (Milano).

I consigli di amministrazione di Unipol, Fonsai, Premafin e Milano in data 20 dicembre 2012 hanno fissato i rapporti di concambio della Fusione e approvato il progetto di Fusione, da sottoporre alle rispettive assemblee subordinatamente all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte delle competenti autorità di vigilanza.

Il procedimento autorizzativo da parte dell'Ivass, su istanza congiunta delle società coinvolte nella Fusione (di seguito le Società) è stato avviato il 15 gennaio 2013 e, dopo una sospensione dei termini per la conclusione del procedimento dal 21 febbraio al 14 giugno 2013 in relazione alla richiesta di documentazione e di informazioni integrative, si è poi concluso con il rilascio dell'autorizzazione alla Fusione in data 25 luglio 2013.

In previsione delle prossime assemblee aventi ad oggetto l'approvazione del progetto di Fusione, i consigli di amministrazione delle Società sono convocati per il 18 settembre 2013, tra l'altro, per approvare il Documento Informativo relativo alla Fusione redatto ai sensi dell'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, e per assumere le delibere in merito a quanto previsto dall'art. 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile.

## II. IL QUESITO

I consigli di amministrazione delle Società, a supporto dell'assunzione delle delibere connesse alle previsioni dell'art. 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile, hanno chiesto il nostro parere in ordine alle seguenti circostanze:

- 1) se successivamente al 30 settembre 2012, data di riferimento della situazione patrimoniale redatta *ex* art. 2501-*quater* del codice civile, siano intervenute modifiche degli elementi dell'attivo e del passivo della situazione patrimoniale delle Società (i) rilevanti ai fini dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile e (ii) che comunque incidano sulla congruità dei rapporti di concambio della Fusione;
- 2) se, ai fini di quanto previsto nel precedente punto 1), paragrafi (i) e (ii), le Società (e precisamente Fonsai e Milano in relazione al procedimento penale pendente di fronte al Tribunale di Torino e che vede Fonsai indagata ai sensi del D. Lgs. 8 giugno 2001, n. 231) siano tenute – anche alla luce dei principi contabili applicabili – alla contabilizzazione, ai fini della predisposizione delle relazioni finanziarie annuale o infrannuali, di rettifiche dell'attivo o di nuove passività e alla riconsiderazione e modifica dei rapporti di concambio della Fusione.



### III. CENNI SULLA NORMATIVA DI RIFERIMENTO

Il quesito che ci è stato rivolto trae evidentemente origine dalla previsione dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile, di recente introduzione, che impone agli amministratori di *“segnalare ai soci in assemblea e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è stato depositato [...] e la data della decisione della fusione”* per consentire ai soci, che hanno la responsabilità e il diritto della decisione, di valutare se i rapporti di concambio indicati nel progetto di fusione siano attuali.

La novità di questa disposizione, entrata in vigore il 18 agosto 2012, ci induce a riepilogare brevemente l'interpretazione nostra e di altri studiosi che costituisce il riferimento al quale ci siamo informati nella redazione del parere.

La norma, che è attuativa di una direttiva comunitaria in materia societaria, sul punto modificata nel dicembre 2009, ha l'obiettivo dichiarato di semplificare il procedimento di fusione e, di conseguenza, di ridurre gli oneri amministrativi per le società<sup>1</sup>.

A questo scopo la precisa definizione di un onere informativo a carico degli amministratori, che *prima facie* potrebbe apparire un aggravio procedurale, costituisce, invece, una semplificazione perché dà certezza sull'indagine che essi devono compiere e rispetto ai cui esiti devono fornire l'informativa, sollevandoli dai dubbi che in taluni casi sarebbero potuti sorgere fondando il proprio comportamento soltanto sul generale principio dell'ordinaria diligenza nello svolgimento del mandato di amministrazione; ad essi infatti è richiesto di rilevare se sia significativamente mutato l'oggetto delle valutazioni che hanno condotto ai rapporti di concambio sottoposti al vaglio degli

---

<sup>1</sup> Cfr. primo considerando 2009/109/CE 16 dicembre 2009.

azionisti in una misura tale da rendere non più attuali i rapporti indicati nel progetto di fusione.

Inoltre, il legislatore dispone che questa analisi sull'oggetto delle valutazioni debba essere condotta osservando le modificazioni eventualmente intervenute suscettibili di essere rilevate nelle scritture contabili sulla base dei principi di formazione del bilancio e delle altre situazioni infrannuali. Induce a questa interpretazione la formulazione letterale della norma "*modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo*" e il raccordo tra questa disposizione e quelle della disciplina complessiva sulle fusioni le quali, per la determinazione dei rapporti di concambio, fanno riferimento a comparazioni di valori fondate su situazioni patrimoniali predisposte "*con l'osservanza delle norme sulla redazione del bilancio di esercizio*" (cfr., ad esempio, art. 2501-quater del codice civile).

Infine, questa interpretazione è coerente con la *ratio legis* prima ricordata perché il riferimento ai principi e alle regole contabili conferisce maggiore oggettività all'analisi e contribuisce alla specificazione dell'onere informativo a carico degli amministratori: è evidente, infatti, che in assenza di criteri precisi, quali certamente sono quelli contabili, l'analisi sarebbe soggetta a maggiore opinabilità e a scelte soggettive facendo venir meno il carattere di certezza del procedimento che è proprio l'obiettivo della nuova disciplina.

La specificità dei criteri di analisi da applicare è tanto più importante in quanto la norma impone agli amministratori anche l'onere di valutare la rilevanza delle eventuali modifiche che implica una misurabilità di esse con metodi il più possibile oggettivi e razionali.

Pertanto il parere è reso alla luce dell'interpretazione della disciplina appena ricordata e sulla base dei conseguenti criteri di analisi.

**IV. MODIFICHE DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO INTERVENUTE TRA IL 30 SETTEMBRE 2012 E IL 30 GIUGNO 2013 E LORO RILEVANZA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-QUINQUIES, 3° COMMA**

I rapporti di concambio della Fusione deliberati dai consigli di amministrazione delle Società e riflessi nel progetto di Fusione sono stati determinati sulla base delle situazioni patrimoniali delle Società al 30 settembre 2012, redatte e approvate dai rispettivi consigli di amministrazione ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-*quater* del codice civile.

Successivamente le Società hanno approvato il bilancio dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2012, il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2013 e da ultimo la relazione semestrale al 30 giugno 2013, che al momento rappresenta la più aggiornata situazione patrimoniale (ed economica) disponibile per le Società.

Ai fini del parere occorre quindi comparare per ognuna delle Società la situazione patrimoniale al 30 settembre 2012 e quella al 30 giugno 2013 per verificare l'eventuale presenza di variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rilevanti ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile.

È necessario inoltre verificare se, successivamente al 30 giugno 2013, vi siano stati eventi suscettibili di modificare in misura rilevante gli elementi dell'attivo e del passivo.

A questo scopo le Società ci hanno indicato gli eventi per i quali ci chiedono di valutare gli effetti patrimoniali e precisamente sono stati sottoposti al nostro esame atti e provvedimenti dell'Autorità giudiziaria relativi ad un procedimento penale in corso intervenuti dopo il 30 giugno 2013. Ci sono stati sottoposti anche gli atti relativi a taluni procedimenti amministrativi perché essi originano dai medesimi fatti che hanno dato l'avvio al procedimento penale.

#### *IV.1 Fondiaria Sai*

##### *A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013 e variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012*

Al 30 giugno 2013 l'attivo di Fonsai ammonta a € 39.856 milioni e ha quindi registrato un decremento di € 675,6 milioni rispetto al 30 settembre 2012; a fronte della diminuzione dell'attivo vi è stata una corrispondente riduzione del passivo di € 304,2 milioni e del patrimonio netto di € 371,4 milioni, che ha fatto diminuire il patrimonio contabile da € 3.237 milioni a € 2.866 milioni<sup>2</sup>.

La **riduzione dell'attivo patrimoniale di € 675,6 milioni** è stata determinata principalmente da tre fenomeni.

In primo luogo, nell'ultimo trimestre dell'anno 2012 la compagnia ha **svalutato gli avviamenti per € 247 milioni** portandoli dal valore di € 1.347 milioni al valore di € 1.100 milioni. Tale svalutazione ha riguardato per la gran parte le porzioni di avviamento riferite a Popolare Vita (- € 159 milioni) e a Milano Assicurazioni (- € 74 milioni).

Inoltre, nel medesimo trimestre Fonsai ha **svalutato per € 292 milioni (ante imposte) gli immobili** detenuti a scopo di investimento<sup>3</sup>.

Infine, gli **investimenti finanziari** nel periodo sino al 30 giugno 2013 **sono cresciuti per € 51 milioni** per l'effetto combinato delle seguenti variazioni:

---

<sup>2</sup> Se non diversamente specificato, nel parere si presentano i dati contabili consolidati di Fonsai. Si precisa che, al fine di mantenere una maggiore comparabilità tra i dati al 30 settembre 2012 ed al 30 giugno 2013, si è operato il confronto sui dati contabili al 30 giugno 2013 *ante* le riclassificazioni richieste dall'IFRS 5 per riflettere le attività e passività oggetto di cessione ai sensi del provvedimento dell'AGCOM del 19 giugno 2012. Pertanto, i saldi delle singole poste di bilancio oggetto di analisi differiscono da quelli presentati nella relazione semestrale fermo restando che il totale attivo patrimoniale ed il totale passivo patrimoniale sono i medesimi.

<sup>3</sup> La restante parte della diminuzione del patrimonio immobiliare (€ 55 milioni) è dovuta agli ammortamenti di periodo.

- l'incremento delle “attività finanziarie disponibili per la vendita” (AFS) di complessivi € 730,4 milioni, determinato dall'aumento del valore degli investimenti in titoli obbligazionari per € 1.301,7 milioni e dalla riduzione del valore degli investimenti in azioni e in quote di OICR per € 571,3 milioni;
- la contrazione del valore degli investimenti in “attività finanziarie con *fair value* a conto economico” (FVTPL) di € 463 milioni; tale voce, che accoglie per circa il 98% prodotti di Classe D – il cui rischio è sopportato direttamente dagli assicurati – si è ridotta principalmente per effetto della scadenza di molti prodotti *unit linked*;
- la diminuzione degli investimenti in “finanziamenti e crediti” (L&R) di € 172,6 milioni, riconducibile per la gran parte alla riduzione dei crediti della controllata Banca Sai;
- la riduzione degli “investimenti detenuti sino a scadenza” (HTM) di € 44,1 milioni, principalmente dovuta al rimborso di titoli di stato e obbligazioni estere.

La ricomposizione del portafoglio di investimenti ha determinato una **diminuzione delle disponibilità liquide del gruppo per € 149,5 milioni.**

Il **decremento delle passività, complessivamente di € 304,2 milioni**, è distribuito su una pluralità di voci nessuna delle quali merita, a nostro parere, specifica evidenza.

La diminuzione del **patrimonio netto**, che è **sceso di € 371,4 milioni** nel periodo considerato, è stata determinata dalla riduzione di € 474,5 milioni nel quarto trimestre del 2012 parzialmente compensata dal successivo incremento di € 103,1 milioni intervenuto nel primo semestre del 2013. Più in dettaglio:

- la riduzione di € 474,5 milioni del quarto trimestre 2012 è stata determinata da:
  - un risultato netto negativo per € 798,5 milioni, principalmente dovuto alla svalutazione del portafoglio immobiliare per € 292 milioni (ante imposte) e dell'avviamento per € 247 milioni, alla svalutazione dei titoli classificati in AFS per € 109 milioni (ante imposte) e al *run-off* negativo delle riserve tecniche per € 466 milioni (ante imposte);
  - una variazione in aumento per € 269,8 milioni della riserva AFS, che è passata da un valore negativo di € 12 milioni ad un valore positivo di € 258 milioni per effetto del rialzo dei prezzi di mercato degli strumenti finanziari detenuti nel portafoglio AFS;
  - altre variazioni patrimoniali positive ciascuna di entità minore per complessivi € 54,2 milioni.
- l'incremento di € 103,1 milioni del primo semestre 2013 è stato generato da:
  - un risultato netto positivo per € 171,5 milioni dovuto principalmente a un buon andamento sia del conto tecnico dei rami danni (€ 251 milioni ante imposte) derivante da un'importante riduzione della sinistrosità (*loss ratio* pari al 67,3% al 30 giugno 2013) sia del conto tecnico dei rami vita (€ 129 milioni ante imposte) principalmente generato dall'aumento del valore dei titoli valutati al *fair value* per € 139 milioni;
  - una diminuzione della riserva AFS per € 31 milioni;
  - altre variazioni patrimoniali negative ciascuna di entità ridotta per complessivi € 37,3 milioni.

Com'è noto, per una compagnia di assicurazione la dotazione patrimoniale può essere apprezzata in maniera completa osservando non solo il patrimonio netto

contabile, ma anche il margine di solvibilità, che rappresenta l'entità della dotazione patrimoniale a presidio dei rischi assicurativi sulla base delle regole di vigilanza prudenziale.

Il margine di solvibilità di Fonsai dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013 si è ridotto di € 591 milioni, passando da € 3.151 milioni a € 2.560 milioni, e ha conseguentemente determinato un *solvency ratio* del 120,4% inferiore a quello al 30 settembre 2012, pari al 142,5%.

Il confronto alle date di riferimento deve, però, considerare due aspetti:

- l'ammontare del margine di solvibilità al 30 settembre 2012 rifletteva gli effetti dell'applicazione del regolamento Isvap n. 43 del 12 luglio 2012<sup>4</sup> che invece la compagnia non ha ritenuto di applicare nelle situazioni patrimoniali successive; ricalcolando il *solvency ratio* al 30 settembre 2012 utilizzando la stessa convenzione adottata al 30 giugno 2013 esso sarebbe stato pari al 135,6% invece che al 142,5%;
- il dato del 30 giugno 2013 risente, poi, dell'adozione di criteri regolamentari informati alla prudenza nel trattamento di talune poste dell'attivo; da un lato, infatti, il margine di solvibilità accoglie le minusvalenze da valutazione operate sugli investimenti immobiliari, dall'altro, per ragioni di prudenza, non include le plusvalenze da valutazione derivanti dall'aumento dei prezzi degli strumenti finanziari detenuti nel portafoglio AFS; l'effetto di questo criterio di calcolo è di 12,1 punti percentuali e senza l'asimmetria ad esso dovuta il *solvency ratio* al 30 giugno 2013 sarebbe molto simile a quello del 30 settembre 2012.

---

<sup>4</sup> Il regolamento attribuisce la facoltà di valutare i titoli di debito emessi o garantiti da Stati dell'Unione Europea, classificati nel portafoglio circolante, sulla base dei valori risultanti dall'ultimo bilancio anziché sulla base del valore di mercato a fine periodo.

B) Analisi della rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Il giudizio sulla rilevanza, ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile, delle descritte modifiche degli elementi dell'attivo e del passivo deve essere formulato nella prospettiva delle stime effettuate per stabilire i rapporti di concambio da sottoporre al vaglio degli azionisti, allo scopo di verificare se i rapporti indicati nel progetto di Fusione siano sempre attuali.

Di conseguenza, il criterio secondo cui valutare la rilevanza o non delle variazioni patrimoniali intervenute è l'importanza che tali modifiche assumono nel processo valutativo.

A questo proposito, si segnala, innanzitutto, che la dimensione complessiva della situazione patrimoniale di Fonsai è rimasta sostanzialmente invariata, con una diminuzione di appena l'1,7% in termini di totale attivo (e, specularmente, di totale passivo e netto).

Sotto il profilo del processo valutativo, è sufficiente osservare le modifiche del patrimonio netto e del margine di solvibilità che raccolgono la sintesi delle modifiche dell'attivo e del passivo potenzialmente incidenti sul risultato della valutazione.

Con riferimento al decremento del patrimonio netto di € 371,4 milioni, per esprimere un giudizio sulla rilevanza di esso ai sensi della disciplina occorre esaminare la natura e le caratteristiche delle singole determinanti.

Per quanto riguarda la riduzione intervenuta nel quarto trimestre 2012, pari ad € 474,5 milioni, occorre considerare che:

- la svalutazione dell'avviamento di € 247 milioni non produce effetti sui risultati delle stime utilizzate per determinare i rapporti di concambio perché



in quella sede, come sempre si fa' in occasione della valutazione del capitale azionario di compagnie assicurative, l'avviamento è stato stornato (sottraendolo dal patrimonio nei metodi patrimoniali puri o misti e elidendolo nei conteggi del margine disponibile nei metodi finanziari\redditali nella variante *excess capital*);

- il *run-off* negativo delle riserve tecniche di € 466 milioni non produce nella sua interezza un effetto sui risultati delle valutazioni che hanno condotto ai rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione perché una parte di esso era già inclusa nei dati presi a riferimento per la valutazione; in particolare, degli anzidetti € 466 milioni circa € 311 milioni erano inclusi nei risultati attesi del quarto trimestre 2012 utilizzati nella valutazione di Fonsai e pertanto la riduzione patrimoniale rilevante ai fini valutativi è di soli € 155 milioni (al lordo delle imposte);
- anche la svalutazione dei titoli AFS per € 109 milioni era in larga parte già considerata nei risultati attesi (anche se per il 2013) di talché rileva ai fini valutativi per soli € 11 milioni.

Per quanto riguarda invece l'incremento del patrimonio netto di € 103,1 milioni nel primo semestre 2013 occorre considerare che:

- il risultato netto positivo del semestre di € 171,5 milioni è superiore a quello previsto per l'intero 2013 (€ 163,9 milioni) nei piani utilizzati per le stime dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione;
- nel budget elaborato a marzo 2013 il consiglio di amministrazione di Fonsai ha rivisto al rialzo la stima dell'utile netto 2013 contenuta nel piano utilizzato per le valutazioni, portandola da € 163,9 milioni a € 255 milioni, con un incremento di € 91 milioni.

Sulla base delle considerazioni esposte, la variazione negativa del patrimonio netto dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013, pari ad € 371,4 milioni, non appare rilevante nell'ottica dei suoi riflessi sulle stime per la determinazione dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione.

Con riferimento al margine di solvibilità, come si è visto, la riduzione deriva in misura principale dalla difformità di trattamento delle minusvalenze da valutazione sugli investimenti immobiliari, riflesse nel margine, e delle plusvalenze del portafoglio AFS, escluse ai fini della quantificazione per la verifica del rispetto dei requisiti di vigilanza prudenziale.

Tale approccio, conseguenza dell'applicazione delle disposizioni regolamentari, la cui finalità è il presidio dei rischi delle compagnie, non si giustifica in una logica valutativa nella quale tutti gli *asset* sono valutati a prezzi di mercato applicando un criterio omogeneo.

Rimuovendo gli effetti della asimmetria di trattamento imposta dalle norme a fini prudenziali, il *solvency ratio* al 30 giugno 2013 risulta del 132,5% quindi non dissimile da quello al 30 settembre 2012, che, come si è detto, utilizzando la medesima convenzione circa l'applicazione del regolamento Isvap n. 43/2012, è pari al 135,6%.

Inoltre, come chiarito in relazione al patrimonio netto, occorre considerare che sia il *run-off* negativo delle riserve sinistri, sia la svalutazione di titoli AFS, che ovviamente incidono sul *solvency ratio*, erano per la gran parte già riflessi nelle valutazioni sottostanti alla determinazione dei rapporti di concambio.

Di conseguenza, anche la variazione del *solvency ratio* non appare rilevante in ottica valutativa.

C) Giudizio conclusivo sulla rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Alla luce di quanto esposto, riteniamo, per gli effetti di cui all'articolo 2501-quinquies, terzo comma, del codice civile che, con riferimento a Fonsai, non siano intervenute alla data del 30 giugno 2013 “*modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo*” rispetto alla “*data in cui il progetto di fusione è stato depositato*”.

#### **IV.2 Milano Assicurazioni**

A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013 e variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012

La situazione patrimoniale di Milano al 30 giugno 2013 presenta un **totale attivo** di € 10.493 milioni con una **diminuzione di € 257 milioni** rispetto al 30 settembre 2012; a fronte del decremento dell'attivo si riscontra una riduzione di € 32 milioni del patrimonio netto, passato da € 1.149 milioni a € 1.117, e di € 224 milioni del passivo<sup>5</sup>.

Con riferimento all'attivo, la riduzione è principalmente imputabile alla **svalutazione degli investimenti immobiliari per € 91 milioni**<sup>6</sup> e alla **contrazione delle disponibilità liquide per € 143 milioni**. Si segnala che vi è stato anche un incremento del portafoglio titoli AFS per € 77,9 milioni, dovuto sia a variazioni di *fair value* sia a nuovi titoli immessi in portafoglio, il cui effetto è stato compensato con la riduzione delle attività FVTPL per € 48,3 milioni, derivante da vendite realizzate per

---

<sup>5</sup> Se non diversamente specificato, nel presente parere si presentano i dati contabili consolidati di Milano. Si precisa che, al fine di mantenere una maggiore comparabilità tra i dati al 30 settembre 2012 ed al 30 giugno 2013 si è operato il confronto sui dati contabili al 30 giugno 2013 ante le riclassificazioni richieste dall'IFRS 5 per riflettere le attività e passività oggetto di cessione ai sensi del provvedimento dell'AGCOM del 19 giugno 2012. Pertanto, i saldi delle singole poste di bilancio oggetto di analisi nel presente parere differiscono da quelli presentati nella relazione semestrale ancorché il totale attivo patrimoniale ed il totale passivo patrimoniale siano i medesimi.

<sup>6</sup> Vi è stata inoltre una riduzione di € 17,5 milioni per effetto dell'ordinario processo di ammortamento)

rimborsi di polizze di classe D, e con il decremento dei crediti relativi ad operazioni di assicurazione diretta per € 31 milioni.

Per quanto riguarda le passività, il decremento deriva essenzialmente dalla diminuzione delle **riserve tecniche**, passate da € 8.710 milioni a € 8.550 milioni con una **riduzione di € 160 milioni** riferita per € 120 milioni ai rami danni e per € 40 milioni ai rami vita. In particolare:

- la riduzione delle riserve dei rami danni deriva principalmente dalla contrazione delle riserve sinistri che sono diminuite di € 111 milioni passando da € 4.350 milioni a € 4.239 milioni; questo andamento riflette un *run-off* negativo delle riserve imputabili agli esercizi precedenti per circa € 250 milioni, pagamenti di sinistri relativi a esercizi precedenti per circa € 1.200 milioni e nuova riservazione per circa € 800 milioni;
- la riduzione delle riserve dei rami vita è principalmente conseguenza di una diminuzione delle riserve matematiche per € 61,8 milioni, di cui la maggior parte relativa alle riserve matematiche per premi puri di ramo I (prodotti vita tradizionali) e V (operazioni di capitalizzazione), ridotti per il saldo negativo tra oneri per somme pagate nei tre trimestri dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013 e premi lordi contabilizzati nei rami vita.

Per quanto riguarda il **patrimonio netto**, la **riduzione di € 32 milioni** discende essenzialmente dai seguenti fattori:

- il risultato economico negativo del quarto trimestre 2012 di € 205 milioni, dovuto ai ricordati fenomeni di *run-off* negativo delle riserve sinistri (€ 253 milioni al lordo dell'effetto fiscale) e di svalutazione degli investimenti immobiliari (€ 91 milioni al lordo dell'effetto fiscale);

- il risultato economico positivo del primo semestre 2013 di € 93 milioni, generato dal favorevole andamento sia del conto tecnico dei rami danni, che ha avuto un risultato positivo di € 105 milioni grazie alla riduzione della sinistrosità (il *loss ratio* al 30 giugno 2013 è stato del 68,1% rispetto all'82,4% registrato al 31 dicembre 2012 con benefici anche sul *combined ratio*, pari al 92,9% al 30 giugno 2013 a fronte del 107% del 31 dicembre 2012) sia dei rami vita, che al 30 giugno 2013, per effetto dell'andamento dei prezzi dei titoli in portafoglio, hanno prodotto un risultato positivo di € 37 milioni;
- la variazione positiva della riserva AFS per € 76 milioni in conseguenza del positivo andamento dei mercati finanziari.

Osservando il margine di solvibilità, dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013 si rileva una diminuzione di € 92 milioni (da € 1.075 milioni a € 983 milioni); per effetto di una riduzione del margine da costituire, però, il *solvency ratio* ha registrato una diminuzione di entità ridotta (dal 136,9% al 132,5%).

In coerenza con l'andamento della redditività della compagnia, il *solvency ratio* ha registrato una sensibile diminuzione nel trimestre ottobre-dicembre 2012 (115,7%) e successivamente un significativo miglioramento grazie al risultato economico positivo del primo semestre 2013.

B) Analisi della rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Anche nel caso di Milano la dimensione complessiva della situazione patrimoniale è rimasta sostanzialmente immutata, essendo la diminuzione del totale attivo (e specularmente del totale passivo e netto) pari ad appena il 2,4%.

La variazione in diminuzione del patrimonio netto, di soli € 32 milioni, è di per sé marginale rispetto alla dimensione della compagnia.

Inoltre, una parte di tale variazione negativa era già considerata nell'ambito del processo valutativo che ha condotto alla determinazione dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione perché dei ricordati € 253 milioni di *run-off* delle riserve sinistri, registrati nel quarto trimestre 2012, € 142,4 erano inclusi nei risultati attesi di quel trimestre utilizzati nelle valutazioni.

In aggiunta, il risultato netto positivo del primo semestre del 2013, che si è chiuso con un utile netto di € 92,8 milioni, è superiore al dato di piano previsto per l'intero esercizio 2013 (€ 84,4 milioni) e nel budget elaborato a marzo 2013 il consiglio di amministrazione di Milano ha rivisto al rialzo la stima dell'utile netto 2013 contenuta nel piano utilizzato per le valutazioni, portandola da € 84 milioni a € 129 milioni, con un incremento di € 44 milioni.

Sulla base delle considerazioni esposte, la variazione negativa del patrimonio netto dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013, pari ad € 32 milioni, non appare rilevante nell'ottica dei suoi riflessi sulle stime per la determinazione dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione.

Il margine di solvibilità nel periodo in esame si è modificato in diminuzione in misura contenuta. Inoltre, occorre considerare che la variazione riflette il *run-off* negativo delle riserve sinistri in parte già computato ai fini valutativi e che l'andamento economico previsto per fine anno contribuirà al rafforzamento del margine di solvibilità.

Di conseguenza, anche la variazione del *solvency ratio* non appare rilevante in ottica valutativa.

*C) Giudizio conclusivo sulla rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile*

Alla luce di quanto esposto, riteniamo, per gli effetti di cui all'articolo 2501-quinquies, terzo comma, del codice civile che, con riferimento a Milano, non siano intervenute alla data del 30 giugno 2013 “*modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo*” rispetto alla “*data in cui il progetto di fusione è stato depositato*”.

### ***IV.3 Unipol Assicurazioni***

*A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013 e variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012*

La situazione patrimoniale di Unipol al 30 giugno 2013 mostra un totale attivo di € 23.804 milioni con una variazione in aumento di € 601 milioni rispetto al 30 settembre 2012; a fronte dell'incremento dell'attivo si rileva una variazione in aumento di € 201 milioni del patrimonio netto, passato da € 1.728 milioni a € 1.929 milioni, e di € 400 milioni del passivo.

**L'incremento delle attività di € 601 milioni** è sostanzialmente riconducibile a **maggiori investimenti in strumenti finanziari**, che sono infatti aumentati nel periodo in questione di **€ 626 milioni**<sup>7</sup> in conseguenza delle seguenti variazioni:

- un aumento del portafoglio AFS di complessivi € 1.394 milioni, principalmente dovuto ad acquisti netti di titoli di debito quotati, per la maggior parte italiani, per complessivi € 1.358 milioni;
- una riduzione di € 393 milioni degli investimenti HTM, composti per il 74% circa (56% circa al 30 settembre 2012) da titoli di debito quotati, che dipende

---

<sup>7</sup> Oltre a € 56 milioni di versamenti di capitale in società controllate.

principalmente da vendite per complessivi € 121 milioni e da rimborsi a scadenza per complessivi € 286 milioni;

- un decremento dei L&R di € 334 milioni derivante da un saldo netto negativo tra acquisti e cessioni di titoli di debito per € 162 milioni e dal trasferimento verso altre categorie di attività finanziarie (AFS e FVTPL) di € 203 milioni di titoli di debito strutturati.

Il dianzi esposto incremento del valore degli investimenti in strumenti finanziari rispetto al 30 settembre 2012 è attribuibile a tre fattori:

- 1) una dinamica favorevole della gestione rami vita, che ha avuto nel corso del primo trimestre 2013 un saldo della raccolta netta positivo per € 123 milioni e un risultato netto del semestre positivo per € 21 milioni;
- 2) un andamento favorevole dei mercati finanziari, che ha generato rivalutazioni degli investimenti AFS per € 168 milioni rispetto al 30 settembre 2012;
- 3) una dinamica tecnica favorevole della gestione rami danni, che mostra un *combined ratio* in miglioramento di 3,1 punti percentuali rispetto al 30 settembre 2012 e un risultato di periodo positivo per € 152 milioni.

Per quanto riguarda le **passività**, l'**aumento di € 400 milioni** è sostanzialmente riconducibile all'**incremento delle riserve tecniche di € 535 milioni** e alla **riduzione delle passività fiscali di circa € 110 milioni**. Più in dettaglio:

- l'aumento delle riserve tecniche è riferito essenzialmente ai rami vita, le cui riserve tecniche sono passate da € 12.389 a € 12.949 con una variazione di € 559 milioni, di cui € 417 milioni relativi all'aumento delle riserve matematiche in considerazione del sopra ricordato andamento positivo della raccolta netta nel periodo ed € 132 milioni relativi al decremento della riserva negativa



“*shadow accounting*” che mostra una contrazione del 40% circa per effetto del pure citato andamento favorevole dei mercati finanziari;

- la riduzione delle passività fiscali riguarda principalmente le passività fiscali differite, che si sono ridotte da € 192,4 milioni a € 115 milioni e sono costituite per la gran parte da imposte differite relative allo *shadow accounting* e a costi pluriennali.

Per quanto riguarda il **patrimonio netto**, l'incremento di **€ 201 milioni** è per lo più attribuibile al risultato di periodo, positivo per € 203 milioni (€ 84 milioni per il quarto trimestre 2012 ed € 119 milioni per il primo semestre 2013) e alla variazione positiva della riserva AFS per € 168 milioni, al netto della distribuzione di dividendi dell'esercizio 2012 per € 150 milioni.

Osservando il margine di solvibilità, si rileva che esso dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013 è aumentato di € 254 milioni, passando da € 2.169 milioni a € 2.423 milioni, sostanzialmente per effetto degli utili di periodo al netto della distribuzione dei dividendi 2012, e si è tradotto in un *solvency ratio* del 167% con un incremento di 16 punti percentuali rispetto al 151% riferito al 30 settembre 2012. Peraltro, quest'ultimo dato riflette la scelta all'epoca operata della compagnia di avvalersi delle disposizioni di cui al regolamento Isvap n. 43/2012, alla quale Unipol ha rinunciato con riferimento al bilancio dell'esercizio 2012 e alla relazione semestrale al 30 giugno 2013; ricalcolando il *solvency ratio* al 30 settembre 2012 utilizzando la stessa convenzione adottata al 30 giugno 2013 esso sarebbe stato pari al 153%.

B) Analisi della rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Innanzitutto, occorre evidenziare che la dimensione complessiva della situazione patrimoniale di Unipol è rimasta sostanzialmente immutata, con una variazione di

appena il 3% in termini di totale attivo (e, specularmente, di totale passivo e netto). Si tratta di variazioni che possono essere ritenute ordinaria conseguenza dello svolgimento dell'attività nel periodo in questione.

Anche la natura e l'entità delle variazioni dei singoli elementi dell'attivo e del passivo appaiono espressione di un normale sviluppo dell'attività assicurativa da parte di Unipol che, come si è visto, presenta un incremento degli investimenti finanziari da un lato e delle riserve tecniche dall'altro e una variazione in aumento del patrimonio netto per effetto degli utili di periodo.

L'aumento di patrimonio netto derivante dal risultato economico positivo conseguito successivamente alla data di riferimento della situazione patrimoniale redatta ai sensi dell'articolo 2501-*quater* del codice civile era previsto nei piani utilizzati per le stime finalizzate alla determinazione dei rapporti di concambio. Infatti, i risultati economici ottenuti dalla compagnia sono sostanzialmente in linea con quelli previsionali: se da un lato la variazione di utile netto tra il 30 settembre e il 31 dicembre 2012 è stata di € 83 milioni, quindi migliore rispetto a quella prevista di € 55 milioni, dall'altro lato il risultato netto del primo semestre del 2013 è stato di € 121 milioni, quindi leggermente inferiore rispetto alle previsioni (€ 280 milioni per l'intero anno 2013). Il budget approvato nel marzo 2013 conferma la stima del risultato economico per l'intero esercizio 2013 prevista nel piano utilizzato per le valutazioni finalizzate alla determinazione dei rapporti di concambio.

Sulla base delle considerazioni esposte, la variazione positiva del patrimonio netto dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013, pari ad € 201 milioni, non appare rilevante nell'ottica dei suoi riflessi sulle stime per la determinazione dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione.

Anche l'incremento del *solvency ratio* dal 30 settembre 2012 al 30 giugno 2013, pur di non piccola entità, va apprezzato alla luce di quanto già riflesso nelle valutazioni che hanno condotto ai rapporti di concambio.

A questo proposito si rileva che il suo andamento è allineato con le proiezioni sottostanti alle valutazioni poste a base dalla definizione dei rapporti di concambio (183% a fine 2013) e pertanto la variazione non appare rilevante ai fini valutativi.

C) Giudizio finale sulla sussistenza di obblighi di segnalazione ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Alla luce di quanto esposto, riteniamo, per gli effetti di cui all'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile che, con riferimento a Unipol, non siano intervenute alla data del 30 giugno 2013 “*modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo*” rispetto alla “*data in cui il progetto di fusione è stato depositato*”.

#### IV.4 Premafin

A) Situazione patrimoniale al 30 giugno 2013, variazioni degli elementi dell'attivo e del passivo rispetto al 30 settembre 2012 e analisi della loro rilevanza ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Tenuto conto della circostanza che, in occasione delle stime condotte per la determinazione dei rapporti di concambio, Premafin, alla luce della sua natura di holding che detiene la sola partecipazione in Fonsai e della funzione da essa svolta nel Progetto di Integrazione, è stata valutata riesprimendo il patrimonio netto della società valorizzando la partecipazione in Fonsai secondo la metodologia di volta in volta applicata per quest'ultima, ai fini del parere che ci viene chiesto occorre considerare le variazioni di patrimonio netto intervenute tra il 30 settembre 2012 e il 30 giugno 2013,

rinviano al paragrafo IV.1 per quanto attiene al valore della partecipazione, diretta e indiretta, in Fonsai.

Nel periodo in esame il **patrimonio netto** di Premafin è passato da € 434,8 milioni a € 421,8 milioni, con una **diminuzione di € 13 milioni**, riconducibile ai risultati economici negativi del quarto trimestre 2012 (€ 5,6 milioni) e del primo semestre 2013 (€ 7,4 milioni), a loro volta generati da costi di struttura (complessivamente € 7,7 milioni) e oneri finanziari (complessivamente € 6,8 milioni) in sostanziale assenza di proventi.

Si tratta di una variazione contenuta che non ha rilevanza per quanto oggetto del presente parere, soprattutto se confrontata con il valore della partecipazione detenuta da Premafin in Fonsai.

B) Giudizio conclusivo sulla rilevanza delle modifiche patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501 quinquies, 3° comma del codice civile

Alla luce di quanto esposto, riteniamo, per gli effetti di cui all'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile che, con riferimento a Premafin, non siano intervenute alla data del 30 giugno 2013 “*modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo*” rispetto alla “*data in cui il progetto di fusione è stato depositato*”.

## V. MODIFICHE DELL'ATTIVO E DEL PASSIVO CONNESSE AI PROCEDIMENTI PENDENTI

Successivamente al 30 giugno 2013, data di riferimento dell'ultima situazione patrimoniale approvata, rispetto alla quale è stato possibile condurre le analisi richieste, sono intervenuti provvedimenti dell'Autorità giudiziaria con riferimento al procedimento penale n. 20219/12 RGNR avviato dalla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Torino che hanno indotto le Società a chiederci se, a nostro parere, Fonsai e Milano siano tenute – anche alla luce dei principi contabili applicabili – alla contabilizzazione, ai fini della predisposizione delle relazioni finanziarie annuale o infrannuali, di rettifiche dell'attivo o di nuove passività e alla reconsiderazione e modifica dei rapporti di concambio della Fusione.

In relazione alla circostanza che i procedimenti amministrativi avviati dall'Ivass e dalla Consob<sup>8</sup> originano in gran parte dai medesimi fatti che hanno determinato l'avvio delle indagini di cui al richiamato procedimento penale le Società ci hanno anche chiesto di valutare se gli eventi accaduti successivamente al 30 giugno 2013 abbiano modificato il contenuto economico dei rischi connessi ai richiamati procedimenti amministrativi.

### V.1 *L'evoluzione dei procedimenti*

#### I procedimenti Ivass

I procedimenti sanzionatori avviati dall'Ivass (prima Isvap) nei confronti di Fonsai e di Milano conseguono a verifiche ispettive condotte presso le due compagnie nel corso delle quali l'Autorità ha riscontrato inadeguatezze nelle procedure di gestione

---

<sup>8</sup> Procedimento Ivass di cui all'atto di contestazione n. 577/12/VIG1/12 del 3 aprile 2012 nei confronti di Fonsai; procedimento Ivass di cui all'atto di contestazione n. 2294/12/VIG2/34 del 27 settembre 2012 nei confronti di Milano; procedimento Consob 2012250/2.

e riservazione del ramo responsabilità civile auto e natanti (RCA) e irregolarità nella determinazione della riserva sinistri RCA nel bilancio dell'esercizio 2010.

In particolare, con riferimento a Fonsai nella nota del 29 settembre 2011 l'Autorità di controllo ha quantificato in un intervallo compreso tra € 314 milioni e € 364 milioni le carenze negli stanziamenti di fine esercizio per le "generazioni" 2009 e precedenti. Quanto alla generazione 2010, l'Ivass ha criticato negativamente la metodologia di stima, ma non ha ricalcolato l'importo della riserva.

Con atto n. 577/12/VIG1/12 del 3 aprile 2012 l'Autorità ha quindi contestato a Fonsai ai sensi dell'articolo 326, comma 1 del D.Lgs. n. 209/2005 (codice delle assicurazioni private) gravi carenze nelle procedure di valutazione della riserva sinistri del ramo RCA con riferimento agli esercizi 2009 e 2010, l'utilizzo, nel processo di valutazione delle riserva sinistri, di una base dati inficiata da errori, l'impiego, nella determinazione della riserva sinistri 2009 e 2010, di criteri e procedure che non avrebbero garantito una prudente valutazione degli accantonamenti da iscrivere a bilancio in relazione agli impegni assunti verso i danneggiati, ulteriori carenze procedurali che avrebbero prodotto riflessi sulla corretta valutazione degli impegni tecnici, nonché diffuse irregolarità comportamentali.

Con riferimento a Milano, nella nota del 17 novembre 2011, l'Autorità ha quantificato l'insufficienza della riserva sinistri in complessivi € 203,7 milioni.

Di conseguenza, il 27 settembre 2012 con atto n. 2294/12/VIG2/34 l'Autorità ha contestato anche a Milano di aver appostato nel bilancio 2010 riserve sinistri dei rami RCA carenti a causa del mancato rispetto del principio di valutazione a costo ultimo.

Fonsai e Milano hanno entrambe presentato memorie difensive. La durata massima del procedimento sanzionatorio è due anni dalla contestazione<sup>9</sup>. Ad oggi non è pervenuto il provvedimento sanzionatorio o il provvedimento di archiviazione.

Pertanto, non sono intervenuti eventi nuovi successivamente al 30 giugno 2013.

### Il procedimento penale

A seguito degli esiti degli accertamenti ispettivi condotti dall'Ivass, nel corso del 2012, la Procura della Repubblica presso il Tribunale di Torino ha avviato un procedimento penale nei confronti di alcuni esponenti di primo livello del Gruppo Fonsai in relazione ai bilanci consolidati di Fonsai e Milano contestando che le società avrebbero appostato nell'esercizio 2010 riserve sinistri RCA insufficienti per le generazioni 2009 e per quelle precedenti e, di conseguenza, non avrebbero rappresentato in modo corretto nei rispettivi bilanci consolidati l'ammontare delle riserve sinistri.

Le contestazioni si fondano sulla perizia predisposta dal CT<sup>10</sup> incaricato dal Pubblico Ministero di *“fornire una valutazione tecnica ... circa i rilievi ISVAP, con nota del 29 settembre 2011 (FONSAI) e del 17 novembre 2011 (MILANO)”*. I calcoli del consulente del Pubblico Ministero si discostano da quelli effettuati dall'Organismo di vigilanza e dagli attuari incaricati dalle compagnie e dalla società di revisione.

Nel procedimento penale sono indagate anche Fonsai e Milano quali responsabili amministrativi ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001.

Il procedimento è ancora in fase di indagini preliminari.

---

<sup>9</sup> Ai sensi del combinato disposto dell'articolo 5, comma 4 e dell'articolo 3 comma 4 del Regolamento ISVAP n. 1 del 15 marzo 2006 concernente la procedura di irrogazione delle sanzioni amministrative il procedimento sanzionatorio si conclude con l'irrogazione della sanzione o l'archiviazione, entro due anni dalla data del suo avvio, cioè la data di notifica dell'atto di contestazione.

<sup>10</sup> Si tratta del consulente attuario dottor Giovanni Sammartini.

Da quanto abbiamo potuto apprendere sulla base degli atti a nostra disposizione sotto elencati, i reati ipotizzati sono i seguenti: il reato di *false comunicazioni sociali* (articoli 2621 e 2622 del codice civile), il reato di *manipolazione informativa* (articolo 185 D.Lgs. n. 58/1998), il reato di *falso in prospetto* (articolo 173 *bis* D.Lgs. n. 58/1998), il reato di *ostacolo all'attività di vigilanza* (articolo 2638 del codice civile) e il reato di *infedeltà patrimoniale* (articolo 2634 del codice civile).

Nel corso delle indagini sono stati notificati i seguenti atti e sono stati assunti i seguenti provvedimenti:

- l'11 ottobre 2012 la Procura della Repubblica ha notificato a Fonsai un'informazione di garanzia per i reati di falso in bilancio e di ostacolo alle funzioni di vigilanza;
- con decreto del 5 febbraio 2013 la Procura della Repubblica ha ordinato la perquisizione delle abitazioni di taluni indagati e il sequestro di alcuni documenti ivi conservati, in relazione alle indagini per falso in bilancio, ostacolo all'attività di vigilanza e infedeltà patrimoniale;
- il 14 maggio 2013 la Procura della Repubblica ha notificato a Milano un'informazione di garanzia per il reato di manipolazione informativa;
- sempre il 14 maggio 2013 la Procura della Repubblica ha notificato a Fonsai un'informazione di garanzia per i reati di falso in prospetto e di manipolazione informativa;
- con ordinanza del 12 luglio 2013 il Gip ha applicato misure cautelari personali nei confronti degli indagati per i reati di falso in bilancio e di manipolazione informativa;
- con ordinanza del successivo 10 agosto il Gip ha disposto il sequestro di alcuni beni mobili e immobili di proprietà degli indagati (per i reati di falso in



bilancio e di manipolazione informativa) e di Fonsai (nella sua qualità di responsabile amministrativo ai sensi del D. Lgs. n. 231/2001 per il reato di manipolazione informativa) fino alla concorrenza di € 251.600.000.

In data 12 settembre Fonsai ha chiesto al Tribunale il riesame del decreto di sequestro preventivo emesso dal Gip nel mese di agosto. L'udienza di discussione è stata fissata per il prossimo 24 settembre.

Pertanto, dopo il 30 giugno 2013 sono intervenuti due provvedimenti dell'Autorità giudiziaria i cui effetti economici sulle situazioni contabili e di bilancio ci è stato chiesto di valutare.

#### Il procedimento Consob

I medesimi fatti hanno anche originato un procedimento avviato dalla Consob per entrambe le compagnie il 19 aprile 2013. L'illecito contestato è la manipolazione del mercato di tipo informativo (articolo 187-*ter* Tuf) in relazione ai bilanci consolidati del 2010 di Fonsai e Milano. In particolare, secondo la Consob, la rappresentazione della riserva sinistri RCA nei suddetti bilanci consolidati sarebbe stata falsa e suscettibile di fornire indicazioni false e fuorvianti in merito alle azioni emesse dalle due società.

I procedimenti sanzionatori sono stati avviati nei confronti di Emanuele Erbetta per Milano e Jonella Ligresti e Emanuele Erbetta per Fonsai.

Le violazioni sono altresì contestate alle due società quali responsabili in solido ai sensi dell'articolo 6, comma 3 l. n. 689/1981, nonché in proprio ai sensi dell'articolo 187-*quinqies* Tuf.

Fonsai e Milano hanno presentato le proprie deduzioni che si ritiene siano ancora al vaglio della Divisione mercati. Quest'ultima trasmetterà poi una relazione contenente le sue valutazioni sulle difese degli incolpati all'Ufficio sanzioni

amministrative della Consob che, a sua volta, la inoltrerà ai soggetti coinvolti nel procedimento e comunicherà loro in tale circostanza l'avvio della seconda parte del procedimento (la fase decisoria) che si concluderà con l'archiviazione o l'applicazione delle sanzioni da parte della Commissione. A quanto ci risulta, né Fonsai né Milano hanno ricevuto la comunicazione di avvio della fase decisoria dall'Ufficio sanzioni amministrative.

Il procedimento sanzionatorio termina entro 360 giorni dalla data della contestazione.

Pertanto, non sono intervenuti eventi nuovi successivamente al 30 giugno 2013.

## *V.2 L'impatto dei rischi connessi ai procedimenti pendenti per Fonsai e Milano sugli elementi dell'attivo e del passivo*

Per rispondere alla seconda parte del quesito occorre condurre una valutazione degli elementi informativi a disposizione, emersi successivamente al 30 giugno 2013, per stabilire se, sulla base dei principi contabili, ricorrono o non i presupposti per effettuare accantonamenti per i rischi connessi al procedimento penale e ai procedimenti amministrativi ricordati. Fonsai e Milano, le due compagnie coinvolte nei procedimenti in esame, sono quotate e per la redazione dei bilanci consolidati e delle relazioni infrannuali consolidate adottano i principi IAS/IFRS, mentre hanno scelto per i bilanci civilistici di predisporli secondo i principi contabili nazionali OIC.

Sulla materia il principio contabile internazionale di riferimento è lo IAS 37 e il principio contabile nazionale è l'OIC 19. Riguardo alla questione che ci occupa i due principi non presentano sostanziali differenze<sup>11</sup>. Nel parere facciamo riferimento al

---

<sup>11</sup> Cfr. OIC, *Guida operativa per la transizione ai principi contabili internazionali (IAS/IFRS)*, ottobre 2005, capitolo 14 – IAS 37 Fondi per rischi e oneri.

principio IAS n. 37 perché per le stime a supporto della determinazione dei rapporti di concambio riportati nel progetto di Fusione sono stati utilizzati dati consolidati.

Il principio contabile IAS n. 37 prevede che a fronte di *“una passività di scadenza o ammontare incerto”* si debba effettuare un accantonamento quando sono soddisfatte le seguenti tre condizioni:

- a) *“un’entità ha un’obbligazione in corso (legale o implicita) quale risultato di un evento passato;*
- b) *è probabile che sarà necessario l’impiego di risorse atte a produrre benefici economici per adempiere l’obbligazione; e*
- c) *può essere fatta una stima attendibile dell’ammontare dell’obbligazione.*

*Se queste condizioni non vengono soddisfatte, non deve essere rilevato alcun accantonamento”.*

Nel caso in esame le condizioni da verificare sono quella in ordine alla probabilità che si verifichi l’evento che impone l’impiego di risorse (condizione *sub b*) e la possibilità di effettuare una stima attendibile dell’ammontare dell’obbligazione (condizione *sub c*).

Infatti, il principio contabile prescrive che *“perché una passività venga rilevata in bilancio vi deve essere non solo un’obbligazione attuale ma anche la probabilità che l’impiego di risorse atte a produrre benefici economici estingua tale obbligazione. Per l’applicazione del presente Principio, l’impiego delle risorse o un altro fatto è considerato come probabile se è più verosimile che il fatto si verifichi piuttosto che il contrario, cioè la probabilità che il fatto si verificherà è maggiore della probabilità che non si verificherà. Nel caso in cui non è probabile che esista un’obbligazione attuale, un’entità dà informativa di una passività potenziale, a meno che la probabilità di impiegare risorse atte a produrre benefici economici sia remota”.*

Di conseguenza, occorre stabilire se, alla luce del quadro informativo attuale, si possa ritenere che vi sia per le compagnie una probabilità superiore al 50% di dover

sostenere un esborso la cui misura sia quantificabile sulla base di una stima attendibile, cioè dotata dei caratteri di razionalità e obiettività.

Nei successivi paragrafi è riportato il nostro parere riguardo all'anzidetta valutazione distinto per il procedimento penale e per i procedimenti amministrativi.

*A) I rischi connessi al procedimento penale*

Tutte le contestazioni per le quali in astratto potrebbe essere accertata una responsabilità anche solo civile delle compagnie conseguono alla presunta carenza della riserva sinistri RCA.

Com'è noto, l'entità della riserva sinistri è stabilita mediante modelli di stima statistico-attuariali che fisiologicamente, in funzione delle ipotesi adottate e degli algoritmi impiegati, producono risultati differenti.

La riserva sinistri che ha sostanzialmente natura di fondo rischi, viene periodicamente valutata dalle compagnie sulla base delle informazioni più recenti in ordine all'andamento storico e atteso dei sinistri, applicando i principi statuiti dall'Autorità di vigilanza di carattere generale non potendo, per la natura stessa delle riserve, essere identificato un criterio unico ed obiettivo per la sua stima.

Ne consegue che, come si vedrà dettagliatamente nel successivo paragrafo, possono ritenersi corretti differenti valori e può determinarsi un certo grado di opinabilità sulla sufficienza o non dei valori di tempo in tempo appostati.

A prescindere dall'accertamento della carenza della riserva sinistri, in relazione ai fatti per i quali vi è il procedimento penale in esame si individuano per Fonsai e Milano tre aree di rischio che possono produrre esborsi monetari.

Innanzitutto, vi è il rischio che gli azionisti<sup>12</sup> di Fonsai e Milano si costituiscano parte civile nel procedimento penale (oppure avvino in sede civile autonome azioni) per ottenere il risarcimento dei danni patiti a causa delle asserite false comunicazioni sociali, dell'asserita falsità in prospetto e dell'asserita manipolazione informativa.

Inoltre, nel caso di condanna delle compagnie quali responsabili amministrativi ai sensi del D.Lgs. n. 231/2001 per i reati in relazione ai quali sono stati notificati alle due società informazioni di garanzia, vi è il rischio della confisca del profitto del reato che potrebbe essere applicata ai sensi dell'articolo 19 del richiamato decreto.

Infine, nel caso di condanna ai sensi del D.Lgs. n. 231/2011 sono applicabili alle compagnie anche sanzioni il cui importo non dovrebbe superare per tutti i reati per entrambe le compagnie € 7 milioni circa, salvo il rischio di sanzioni più elevate per il reato di manipolazione informativa che potrebbero comportare sanzioni commisurate al profitto conseguito (articolo 25-*sexies*)<sup>13</sup>.

Negli atti del procedimento esaminati si rinvencono le stime dell'accusa, fondate su una relazione tecnica volta a quantificare il “*danno cagionato ai risparmiatori dalle condotte di falso ex art. 2622 cod. civ.*”<sup>14</sup> Secondo l'accusa questo danno ammonterebbe a poco più di € 251 milioni per gli azionisti Fonsai e a € 5,3 milioni per Milano. Inoltre, a quanto si evince nel provvedimento di sequestro, l'accusa nella richiesta di sequestro e il Gip nel conseguente decreto hanno ritenuto che il profitto confiscabile a Fonsai corrisponda

---

<sup>12</sup> In astratto anche i detentori di strumenti finanziari di altro tipo potrebbero chiedere il risarcimento di danni eventualmente subiti, tuttavia negli atti esaminati non vi sono elementi per ritenere che nel caso concreto ciò possa avvenire.

<sup>13</sup> Come noto, la normativa sulla responsabilità amministrativa degli enti prevede un meccanismo sanzionatorio particolare. Per ciascun reato previsto dal citato decreto è stabilita una sanzione che va da un minimo a un massimo di “quote”. Il numero di quote e il valore di ciascuna di esse è determinato dal giudice nella sentenza di condanna all'interno del *range* stabilito dalla legge. Ai sensi dell'articolo 10, comma 3 del decreto l'importo di una quota va da un minimo di € 258 ad un massimo di € 1.549. Ai sensi dell'articolo 11 D. Lgs. n. 231/2001 il giudice determina il numero delle quote tenendo conto della gravità del fatto, del grado della responsabilità dell'ente nonché dell'attività svolta per eliminare o attenuare le conseguenze del fatto e per prevenire la commissione di ulteriori illeciti.

<sup>14</sup> Relazione tecnica del prof. Giovanni Petrella del 22 luglio 2013.

all'asserito danno per gli azionisti di € 251 milioni perché ne sarebbe la contropartita. Tuttavia, la norma prevede che l'entità del profitto confiscabile debba essere determinata riducendolo dell'ammontare che può essere restituito ai danneggiati.

i. L'asserita carenza della riserva sinistri RCA

Nella nota del 29 settembre 2011 l'Ivass, nel caso di Fonsai, ha quantificato in un intervallo compreso tra € 314 milioni e € 364 milioni le carenze rilevate negli stanziamenti di fine esercizio per le generazioni 2009 e precedenti. Quanto alla generazione 2010, l'Autorità di controllo ha criticato negativamente la metodologia di stima adottata dalla compagnia ma non ha ricalcolato l'importo della riserva. I rilievi indicati in tale nota sono stati poi successivamente contestati il 3 aprile 2012.

Con riferimento a Milano, nella nota del 17 novembre 2011, l'Autorità ha quantificato l'insufficienza della riserva sinistri in complessivi € 203,7 milioni. I rilievi indicati in tale nota sono stati poi successivamente contestati il 27 settembre 2012.

In data 6 dicembre 2012 il Pubblico ministero ha incaricato un CT attuario<sup>15</sup> di *“fornire una valutazione tecnica ... circa i rilievi ISVAP, con nota del 29 settembre 2011(FONSAI) e del 17 novembre 2011 (MILANO)”*.

Nella perizia del 23 maggio 2013 il CT attuario ha presentato nuovi calcoli che si discostano in parte da quelli effettuati dall'Ivass.

I documenti esaminati mostrano che vi è una forte variabilità dei risultati delle stime della riserva sinistri RCA in funzione dei modelli statistici-attuariali scelti da ciascun valutatore.

---

<sup>15</sup> Il dott. Giovanni Sammartini.

Il calcolo della riserva sinistri è stata effettuato da una pluralità di soggetti: dalle compagnie, dall'Ivass, dall'attuario incaricato dalle compagnie (AIRCA), dall'attuario incaricato dalla società di revisione (AISR) e dal CT attuario.

La Tabella 1 mostra i risultati delle varie stime.

*Tabella 1. Stime riserve sinistri Fonsai.*

	2006 e prec.	Generazioni 2007-2009	2009 e prec.	Differenza (2009 e prec.)
<b>Bilancio (saldo mod. 29A)</b>	808.043.092	872.172.359	1.680.215.451	
<b>AIRCA</b>				
Metodo Chain-Ladder	993.982.353	978.141.774	1.972.124.127	-291.908.676
Metodo Chain-Ladder infl. Adj	980.211.575	977.284.185	1.957.495.760	-277.280.309
Metodo Fisher-Lange	1.104.732.932	947.605.625	2.052.338.557	-372.123.106
Stima selezionata	1.026.308.953	947.605.625	1.973.914.578	-293.699.127
<b>AISR</b>				
Metodo Chain-Ladder	1.046.586.613	1.058.967.445	2.105.554.058	-425.338.607
Metodo Chain-Ladder infl. Adj	1.016.063.449	987.418.410	2.003.481.859	-323.266.408
Metodo Bornhuetter-Ferguson	1.042.597.700	994.847.833	2.037.445.533	-357.230.082
Metodo Fisher-Lange	1.098.706.881	930.061.546	2.028.768.427	-348.552.976
Stima selezionata	1.050.955.661	930.061.546	1.981.050.207	-300.834.756
<b>Isvap (con ipotesi AIRCA)</b>	1.026.908.953	967.677.195	1.993.986.148	-313.770.697
<b>Isvap (con ipotesi AISR)</b>	1.050.955.661	992.823.809	2.043.812.469	-363.597.018

Fonte: pag. 16 della perizia del dott. Sammartini del 23 maggio 2013.

In sintesi, nel bilancio 2010 Fonsai aveva appostato a riserva € 1.680 milioni relativamente alle generazioni 2009 e precedenti.

L'AISR e l'AIRCA hanno giudicato insufficiente tale appostazione rispettivamente per € 301 milioni e € 294 milioni, ma hanno comunque ritenuto adeguata la riserva complessiva perché tale insufficienza sarebbe stata, a loro parere, compensata dalla riserva sinistri della generazione corrente (2010), tenuto anche conto del normale livello di tolleranza da considerare per valutare i risultati delle stime.

Entrambe le valutazioni degli attuari incaricati non sono state condivise dall'Ivass, la quale ricalcola la carenza relativa alla riserva sinistri in un intervallo compreso tra € 314 milioni e € 364 milioni.

Il CT attuario del Pubblico ministero considera la stima dell'Ivass come *“un limite minimo”* e afferma che *“già in occasione della chiusura di bilancio 2010 ci [erano] elementi per prevedere che l'insufficienza complessiva sarebbe risultata più elevata”*.

La stima della carenza della riserva sinistri effettuata da Fonsai alla chiusura del bilancio era pari a € 393 milioni per le generazioni 2009 e precedenti e pari a € 252 milioni per la generazione corrente (2010).

Quanto alle generazioni 2009 e precedenti il CT attuario calcola una media dei risultati ottenuti dall'Ivass (nelle due ipotesi) e da Fonsai e perviene a un risultato di € 357 milioni che fa proprio.

Quanto alla generazione 2010 il CT attuario effettua un diverso conto utilizzando un altro metodo ed ottiene un carenza pari a € 110 milioni ed infine calcola la media dei risultati delle varie stime (cfr. Tabella 2) e conclude per l'esistenza di una carenza pari a € 181 milioni.

La somma della media dei risultati delle stime relative alle generazioni 2009 e precedenti e la media di quelli delle stime relative alle generazioni 2010 è pari a € 538 milioni (cfr. Tabella 2).

Tabella 2. Stime riserve sinistri Fonsai.

(€ mln)	Generazioni 2009 e prec.	Generazioni 2010	Totale
Isvap con ipotesi AISR	314	non quantificato	
Isvap con ipotesi AIRCA	364	non quantificato	
Fonsai (metodo Chain-Ladder)	393	252	645
Metodo del costo medio		110	
<b>Media</b>	<b>357</b>	<b>181</b>	<b>538</b>

Fonte: pag. 21 della perizia del dott. Sammartini del 23 maggio 2013.

Con riferimento a Milano, l'importo di € 2.282 milioni appostato a riserva sinistri relativamente a tutte le generazioni fino al 2010 è stato ritenuto insufficiente dall'AISR e dall' AIRCA in misura pari, rispettivamente, a € 119 milioni e a € 111 milioni.



Entrambi gli attuari incaricati (AISR e AIRCA) hanno comunque rilasciato un giudizio senza rilievi ritenendo contenuta e statisticamente accettabile l'insufficienza della riserva sinistri sul totale delle riserve (circa 5%).

Secondo l'Ivass la carenza della riserva sinistri sarebbe compresa in un intervallo tra € 203,7 milioni (ipotesi AISR) e € 211 milioni (ipotesi AIRCA).

Il CT attuario, anche in questo caso, considera la stima dell'Ivass di € 203,7 milioni come un "*limite minimo*" e, calcolando la media delle insufficienze rilevate dall'Ivass e di quelle calcolate da Milano, ottiene un valore pari a € 283 milioni.

Tabella 3. Stime riserve sinistri per Milano.

	2006 e prec.	Generazioni 2007-2010	Totale generazione	Differenza
<b>Bilancio (saldo mod. 29B)</b>	770.836.298	1.613.873.913	2.384.710.211	
<b>COMPAGNIA</b>				
Metodo Chain-Ladder	653.693.000	2.155.757.000	2.809.450.000	<b>-424.739.789</b>
Metodo Bornhuetter-Ferguson	613.514.000	1.766.644.000	2.380.158.000	4.552.211
Metodo Fisher-Lange	654.601.000	1.800.023.000	2.454.624.000	-69.913.789
<b>AIRCA</b>				
Metodo Chain-Ladder	851.955.712	1.656.551.683	2.508.507.395	-123.797.184
Metodo Chain-Ladder infl. Adj	845.703.586	1.651.563.367	2.497.266.953	-112.556.742
Metodo Fisher-Lange (^)	856.009.359	1.624.191.868	2.480.201.227	-95.491.016
Stima selezionata	851.222.886	1.644.102.306	2.495.325.192	-110.614.984
<b>AISR</b>				
Metodo Chain-Ladder SCENARIO 1	742.674.629	1.763.652.737	2.506.327.366	-121.617.155
Metodo Chain-Ladder SCENARIO 2	703.528.025	1.841.672.743	2.545.200.768	-160.490.557
Metodo Chain-Ladder SCENARIO 3	667.514.695	1.793.063.036	2.460.577.731	-75.867.520
Stima selezionata	704.572.450	1.799.462.839	2.504.035.288	-119.325.077
<b>Isvap (con ipotesi AIRCA)</b>				
Metodo Chain-Ladder	851.955.712	1.656.551.683	2.508.507.395	-123.797.184
Metodo Chain-Ladder infl. Adj	845.703.586	1.651.563.367	2.497.266.953	-112.556.742
Metodo Fisher-Lange	856.009.359	1.955.371.139	2.811.380.498	-426.670.287
Stima selezionata	851.222.886	1.754.495.396	2.605.718.282	<b>-221.008.071</b>
<b>Isvap (con ipotesi AISR)</b>				
Metodo Chain-Ladder SCENARIO 1	869.391.991	1.680.953.538	2.550.345.529	-165.635.318
Metodo Chain-Ladder SCENARIO 2	836.072.679	1.797.870.670	2.633.943.349	-249.233.138
Metodo Chain-Ladder SCENARIO 3	803.321.081	1.777.591.666	2.580.912.747	-196.202.536
Stima selezionata	836.261.917	1.752.138.625	2.588.400.542	<b>-203.690.331</b>

Fonte: pag. 23 della perizia del dott. Sammartini del 23 maggio 2013. (^): solo gestioni CARD e RC ordinaria.

Il Pubblico ministero ha quindi contestato una carenza di riserva sinistri pari a € 538 milioni per Fonsai e € 283 milioni per Milano.

Dai dati esposti emerge una divergenza notevole tra i risultati delle stime compiute dai diversi attuari che è indice dell'impossibilità in questa materia di identificare in maniera univoca un valore da ritenersi corretto, appostare come d'altra parte è naturale per qualsiasi stima relativa a rischi articolati e complessi.

Ne consegue che il tema sarà probabilmente oggetto di confronto tecnico nelle fasi successive del procedimento.

ii. Le azioni risarcitorie degli azionisti

Sulla base dell'impostazione accusatoria, quale risulta dagli atti esaminati, nel caso fosse accertata la falsità delle comunicazioni sociali o comunque la falsità delle informazioni fornite al mercato, gli azionisti di Fonsai e Milano potrebbero pretendere il risarcimento dei danni patiti, richiedendolo anche alle compagnie.

In proposito il Pubblico ministero ha chiesto al proprio consulente tecnico<sup>16</sup> di quantificare il *“danno cagionato ai risparmiatori dalle condotte di falso ex art. 2622 cod. civ.”* indicandogli specificamente di determinare *“l'ammontare complessivo di perdita di valore delle azioni ordinarie e di risparmio di Fondiaria Spa e della controllata Milano Spa in conseguenza dell'omessa appostazione, nel bilancio 2010, quantomeno della somma di € 660.000.000, corrispondente alle effettive necessità di riserva sinistri, così come indicato dal comunicato del CdA di Fondiaria del 23 dicembre 2011, somma poi adeguata (comunicato CdA 29 gennaio 2012), sempre con riferimento alle riserve sinistri del ramo RC auto (sinistri gestiti), in € 790.000.000”*.

---

<sup>16</sup> Prof. Giovanni Petrella.

Dall'analisi commissionata è scaturito il ricordato importo di € 251,6 milioni che rappresenterebbe la stima del danno subito dagli azionisti di Fonsai<sup>17</sup>.

La metodologia di stima utilizzata è piuttosto semplice: il danno sarebbe pari alla differenza tra la variazione del prezzo delle azioni Fonsai nel periodo che va dal 24 giugno 2011 al successivo 30 dicembre e la variazione che in astratto i titoli Fonsai avrebbero dovuto registrare, assunta pari all'andamento dell'indice rappresentativo del mercato azionario italiano moltiplicato per il cosiddetto coefficiente "beta" che dovrebbe riflettere la relazione di lungo termine tra la variabilità del prezzo delle azioni Fonsai e la variabilità dell'indice.

Una volta determinata questa differenza tra il prezzo per così dire teorico e il prezzo che si è formato sul mercato, l'importo è stato calcolato moltiplicandola per il numero di azioni Fonsai esistenti e per il coefficiente 0,51 che rappresenterebbe la quota della suddetta differenza astrattamente imputabile al tema della carenza delle riserve<sup>18</sup>.

Dalla mera descrizione del metodo di stima risulta con immediatezza che l'ammontare di € 251,6 milioni non rappresenta neppure approssimativamente una stima del danno che potrà effettivamente essere preteso dagli azionisti di Fonsai.

La quantificazione, infatti, presenta problemi: *i)* di metodo, *ii)* di identificazione del nesso di causalità tra l'asserita carenza di riserve e l'ipotetico danno e *iii)* di arbitrarietà di talune ipotesi adottate per i calcoli.

---

<sup>17</sup> Il danno ai risparmiatori stimato dal CT con riferimento a Milano è modesto (€ 5,3 milioni) rispetto alla dimensioni delle compagnie. Inoltre Milano non è stata oggetto di provvedimento di sequestro. Per queste ragioni si è ritenuto di non considerare il rischio connesso alla posizione della Milano.

<sup>18</sup> Il coefficiente di 0,51 è stato determinato rapportando "l'importo della rivalutazione delle riserve sinistri indicato nel comunicato stampa del 23 dicembre 2011 (660 milioni di euro) e il totale delle componenti negative di reddito pure riportato in tale comunicato (1.130 milioni di euro)".

Riguardo al metodo, esso, dichiaratamente, nelle intenzioni del consulente incaricato della stima ha l'obiettivo di valutare quale influenza potrebbe aver avuto sull'andamento del prezzo delle azioni Fonsai l'asserita falsa comunicazione al mercato dell'entità delle riserve sinistri.

Tuttavia, il danno che potrà concretamente essere preteso non è quello determinabile sulla base di un intervallo temporale definito in astratto, ed arbitrariamente né quello stabilito sulla base di un andamento teorico che il prezzo avrebbe dovuto registrare, ma è quello che in concreto ciascun richiedente ha patito tenuto conto del suo comportamento di acquisto e di vendita, delle date in cui ha compravenduto i titoli e dell'andamento del mercato nel suo complesso e delle azioni Fonsai.

Inoltre, una stima attendibile del danno deve tener conto dei soggetti legittimati a pretenderlo e non può essere calcolata sulla base di tutte le azioni esistenti, addirittura includendo le azioni detenute da Premafin.

Un ulteriore aspetto che andrebbe considerato è una migliore identificazione del nesso di causalità tra la condotta contestata e il danno eventualmente patito.

Questa indagine per gli scopi di un accantonamento a fondo rischi difficilmente può essere svolta in assenza dell'individuazione dei soggetti che pretendono il risarcimento, perché non vi è dubbio che rileva anche un esame dell'importanza che le informazioni asseritamente false hanno avuto nelle decisioni di investimento e disinvestimento del singolo azionista.

Una stima all'ingrosso del danno risarcibile non è possibile. Ciò che può essere stimato all'ingrosso, cioè senza identificare specificamente i soggetti danneggiati, non è il danno per gli azionisti, ma la misura della distorsione nella formazione dei prezzi. Se si considerano tutti gli azionisti nel loro complesso l'effetto distorsivo sui prezzi

produce un danno per alcuni e uno speculare vantaggio per altri e il risultato complessivo per tutti gli azionisti Fonsai è per definizione nullo.

Infatti, ciò che è eventualmente lesa dalla comunicazione falsa è l'integrità del mercato che diventa un luogo nel quale i prezzi di scambio si formano sulla base di informazioni errate avvantaggiando ingiustamente taluni a scapito di altri.

Inoltre, la misura della distorsione provocata dalla falsa informazione può essere stimata soltanto identificando la variazione anomala del prezzo determinatasi nell'intervallo immediatamente successivo al disvelamento della falsità delle informazioni attraverso un'analisi cosiddetta *event study*.

Se si osserva un arco temporale ampio non si può catturare il nesso di causalità tra la falsa informazione e le eventuali variazioni anomale del prezzo che rappresentano la misura del fenomeno discorsivo perché, in un arco temporale lungo, intervengono numerosi eventi informativi la cui influenza sui prezzi rispetto all'evento da considerare non è distinguibile.

Infine, la stima del danno utilizzata dalla Procura contiene numerose ipotesi arbitrarie tra le quali le più incidenti sul risultato sono l'intervallo di tempo da considerare (i numeri cambierebbero completamente se si considerasse un intervallo differente), il livello del beta e l'applicazione di un coefficiente di 0,51 che dovrebbe rappresentare una stima della rilevanza dell'asserita carenza delle riserve sinistri sull'andamento del prezzo delle azioni Fonsai. Il calcolo del coefficiente è stato operato con un metodo manifestamente illogico, perché non ha alcun fondamento economico l'ipotesi dell'esistenza di una relazione di proporzionalità tra i numeri contabili contenuti in un comunicato stampa e l'andamento del prezzo delle azioni, essendo determinante per la formazione dei prezzi, tra l'altro, la natura e il livello di prevedibilità dei contenuti economici del comunicato.

Per le ragioni esposte l'importo di € 251,6 milioni non è una stima attendibile dell'esborso monetario che Fonsai potrebbe dover sostenere a seguito delle azioni risarcitorie che venissero intentate dai suoi azionisti.

Inoltre, lo stadio iniziale del procedimento, ancora in fase di indagine e con una per noi ancora non chiara e precisa identificazione delle condotte contestate, non consente, sulla base dei provvedimenti esaminati, di effettuare stime attendibili di un esborso monetario che la compagnia potrebbe essere chiamata a sostenere con una probabilità di accadimento superiore al 50%.

Non ricorrono perciò le condizioni richieste dai principi contabili per effettuare accantonamenti. E', invece, a nostro parere, necessario fornire informativa sulla passività potenziale connessa al rischio esaminato.

iii. La confisca del profitto ex D. Lgs. n. 231/2001

Riguardo al rischio della confisca, l'evento che ci viene chiesto di considerare è il sequestro (funzionale alla confisca) di beni immobili, polizze assicurative e conti correnti fino alla concorrenza di € 251.600.000 disposto in data 10 agosto 2013 dal Gip, ai sensi dell'articolo 321 comma 2 c.p.p., articolo 19 D. Lgs. 231/2001 e articolo 187 Tuf, nei confronti di Fondiaria e di alcune persone fisiche.

L'importo sottoposto a sequestro ai fini di confisca corrisponde esattamente all'asserito danno per i risparmiatori calcolato dal CT del Pubblico ministero di cui si è discusso nel precedente paragrafo.

Il Gip ha proposto poi un suo ragionamento di stima del profitto conseguito dalla compagnia giungendo a un risultato simile a quello della richiamata consulenza che quindi troverebbe conferma dall'adozione di un diverso approccio.

E' noto che il profitto di cui si discute deve essere inteso come il “*vantaggio economico di diretta e immediata derivazione causale dal reato*<sup>19</sup>” e quindi si tratta di una nozione generica di vantaggio economico il quale tuttavia deve provenire in maniera immediata e diretta dalla condotta delittuosa.

Nel caso in esame l'importo di € 251,6 milioni non può costituire, comunque lo si consideri, un vantaggio economico per la compagnia.

Infatti, come si è visto nel precedente paragrafo, esso rappresenta una misura della differenza tra la variazione del prezzo delle azioni Fonsai in un certo intervallo temporale e il prezzo che in teoria, sulla base di certe ipotesi, si sarebbe dovuto formare.

La conseguenza di questo andamento asseritamente anomalo, dovuto alla omessa informazione sulla carenza di riserve, è che alcuni azionisti avrebbero comperato le azioni Fonsai ad un prezzo più alto di quello al quale avrebbero dovuto acquistarle.

Il soggetto che ha tratto vantaggio da queste compravendite di azioni a prezzi diversi da quelli teoricamente corretti è l'azionista che è stato controparte in queste compravendite. Vi sarà qualcuno che avrà venduto ad un prezzo più alto di quello che avrebbe dovuto formarsi.

Il mercato azionario è un gioco a somma zero tra tutti gli investitori e di conseguenza al danno per un azionista corrisponde un vantaggio economico per l'altro azionista.

L'emittente delle azioni, Fonsai, è estraneo a queste compravendite sul mercato secondario (a meno che non acquisti azioni proprie) e quindi non può trarre un

---

<sup>19</sup> Corte di Cassazione n. 26654 del 27 marzo 2008.

vantaggio immediato e diretto da queste compravendite tra azionisti fatte a prezzi asseritamente influenzati dalle condotte di manipolazione informativa.

Pertanto, la stima del danno per i risparmiatori<sup>20</sup> commissionata dalla Procura non costituisce, a differenza di quanto erroneamente creduto dal Gip, anche una stima del profitto per la compagnia e ovviamente in nessun punto della relazione del CT della Procura si rinviene una tale affermazione.

Nel provvedimento di sequestro sono riportati, in maniera però non ordinata, altri ragionamenti e calcoli per determinare il profitto confiscabile.

Essi, però, non sono sorretti da un procedimento logico e metodologico e rivelano una inadeguata comprensione dei temi economici rilevanti per la vicenda che ci occupa.

Infatti, ad esempio, il Gip ritiene che il profitto della società sia calcolabile applicando la variazione percentuale (-57,9028%) del prezzo delle azioni ordinarie Fonsai registrata tra il 28 ottobre 2011 e il 23 dicembre 2011 al prezzo di mercato del 23 marzo 2011 (9,6507) determinando così una variazione in termini assoluti.

Da questa variazione ha poi sottratto la differenza in termini assoluti dei prezzi registrati alle date del 28 ottobre 2011 e del 23 dicembre 2011 e ha moltiplicato il risultato per il numero di azioni ordinarie di Fonsai esistenti, asserendo che questa sarebbe la riduzione del *“valore economico del patrimonio sociale”*.

Il calcolo è completamente privo di fondamento dal punto di vista tecnico-finanziario e produce un risultato del tutto casuale: se per effetto dell'andamento del mercato azionario il prezzo del 23 marzo 2011 fosse stato più alto di quello del 28 ottobre 2011 la differenza avrebbe avuto segno positivo invece che negativo.

---

<sup>20</sup> In realtà più precisamente si tratta della stima del presunto effetto discorsivo sui prezzi.



Pertanto, il provvedimento di sequestro contiene quantificazioni dell'asserito profitto confiscabile ad evidenza errate che non possono costituire neppure approssimativamente una stima attendibile dell'importo che la compagnia potrebbe essere chiamata a pagare in forza della previsione dell'articolo 19 del D. Lgs. n. 231/2001.

In termini più generali l'attuale impostazione accusatoria non sembra convincente dal punto di vista-tecnico economico perché non solo ha sbagliato nell'identificazione del vantaggio economico dell'emittente, ma non ha neppure spiegato in che maniera e misura le condotte contestate siano state realizzate anche nell'interesse dell'ente.

Inoltre, l'impostazione scelta ha precluso all'accusa la possibilità di fare dei ragionamenti adeguati sulla relazione causale diretta tra le condotte contestate ed un eventuale vantaggio per l'ente.

Sono in astratto configurabili altri approcci al tema della confisca, tuttavia qualunque previsione in questa fase sarebbe prematura e certamente non è fondatamente ricavabile dai provvedimenti giudiziari sottoposti al nostro esame.

Pertanto, allo stato delle informazioni a disposizione, a nostro parere, non ricorrono le condizioni previste dai principi contabili per effettuare accantonamenti in relazione al rischio di confisca, non essendo disponibile neppure uno scenario giudiziario rispetto al quale si possa ritenere più verosimile che non l'esborso per la società previsto dall'articolo 19 del D. Lgs. n. 231/2001. E' necessario, però, fornire informativa sulla passività potenziale connessa al rischio esaminato.

*B) I rischi connessi ai procedimenti amministrativi*

Successivamente al 30 giugno 2013 non sono intervenuti eventi nuovi nell'ambito dei procedimenti amministrativi ad oggi pendenti, che originano dai

medesimi fatti del richiamato procedimento penale, di conseguenza il contenuto economico dei rischi connessi a tali procedimenti non è mutato.

### I procedimenti Ivass

Le sanzioni amministrative che potrebbero essere applicate a carico di Fonsai e Milano dall'Ivass all'esito dei procedimenti sanzionatori sopra menzionati possono essere quantificate ai sensi dell'articolo 310 del codice delle assicurazioni private da un minimo di € 15.800 ad un massimo di € 145.400 per Fonsai e da un minimo di € 5.000 ad un massimo di € 50.000 per Milano.

Non è possibile stimare in modo attendibile le sanzioni amministrative prima della conclusione dei procedimenti in quanto nella determinazione delle sanzioni, com'è noto ai sensi della l. n. 689/1981, concorrono una pluralità di elementi che l'Autorità di vigilanza valuta, di volta in volta, nel momento in cui commina la sanzione<sup>21</sup>.

Successivamente al 30 giugno 2013 non sono emersi elementi nuovi che inducono a ritenere che debbano essere effettuati accantonamenti in relazione al rischio di sanzioni da parte dell'Autorità di vigilanza delle compagnie di assicurazione.

In ogni caso, l'ordine di grandezza delle potenziali sanzioni è modesto rispetto alle dimensioni delle compagnie assicurative coinvolte.

### Il procedimento Consob

Per l'illecito di manipolazione informativa è prevista una sanzione che va da € 100.000 a € 25.000.000 (cfr. articolo 187-ter Tuf). Tale importo può essere tuttavia aumentato fino al triplo o fino a dieci volte il prodotto o il profitto conseguito

---

<sup>21</sup> Ai sensi dell'articolo 11 l. n. 689/1981 “nella determinazione della sanzione amministrativa pecuniaria fissata dalla legge tra un limite minimo ed un limite massimo e nell'applicazione delle sanzioni accessorie facoltative, si ha riguardo alla gravità della violazione, all'opera svolta dall'agente per l'eliminazione o attenuazione delle conseguenze della violazione, nonché alla personalità dello stesso e alle sue condizioni economiche”.

dall'illecito se appare inadeguato tenuto conto delle qualità personali del colpevole, dell'entità del prodotto o profitto conseguito ovvero degli effetti causati sul mercato. Nel nostro caso, come si è detto, il procedimento per Fonsai vede coinvolti due soggetti (Jonella Ligresti e Emanuele Erbetta) mentre per Milano solo uno (Emanuele Erbetta). Nel complesso quindi potrebbero essere applicate tre distinte sanzioni, due nel caso di Fonsai e una nel caso di Milano.

Qualora venissero emesse sanzioni a carico degli esponenti di Fonsai e Milano, le compagnie risponderebbero, in via solidale, delle sanzioni ai sensi dell'articolo 6, comma 3 l. 689/1981<sup>22</sup>; in aggiunta potrebbe essere irrogata alle due società, ai sensi dell'articolo 187-*quinquies* Tuf una sanzione di eguale importo a quella comminata ai rispettivi esponenti aziendali.

L'applicazione delle sanzioni comporta sempre ai sensi dell'articolo 187-*sexies* Tuf la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo (od eventualmente di beni o utilità di valore equivalente). La confisca di regola è preceduta dal sequestro che viene disposto, ai sensi dell'articolo 187-*octies*, comma 3 lettera d) Tuf, dalla Consob, previa autorizzazione del Pubblico ministero nel momento in cui l'Ufficio sanzioni amministrative, a chiusura della fase istruttoria della decisione, formula la proposta sanzionatoria alla Commissione.

Anche in questo caso non è possibile stimare in modo attendibile le sanzioni Consob prima della conclusione del procedimento in quanto nella determinazione delle sanzioni amministrative, come si è detto, concorrono una pluralità di elementi che l'Autorità di vigilanza valuta, di volta in volta, nel momento in cui commina la sanzione.

---

<sup>22</sup> Nell'ipotesi in cui le due società procedessero al pagamento delle sanzioni applicate agli ex esponenti esse avrebbero il diritto di regresso nei loro confronti.

Successivamente al 30 giugno 2013 non sono emersi nuovi elementi che inducono a ritenere che debbano essere effettuati accantonamenti in relazione al rischio di sanzioni da parte dell'Autorità del mercato.

## VI. CONCLUSIONI

L'analisi degli elementi dell'attivo e del passivo svolta sulla base delle relazioni semestrali al 30 giugno 2013 delle Società, che contengono le più recenti situazioni patrimoniali (ed economiche) approvate, ha evidenziato che, a nostro parere, non sono intervenute nel periodo 30 settembre 2012 – 30 giugno 2013 modifiche degli elementi dell'attivo e del passivo rilevanti ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile e che comunque incidano sull'attualità dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione. In particolare:

- Unipol ha registrato un aumento del patrimonio netto di € 201 milioni per effetto dell'andamento economico positivo, che però era previsto nei piani utilizzati nelle stime a supporto dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione;
- Milano ha rilevato una diminuzione del patrimonio netto di € 32 milioni, conseguenza, da un lato, di svalutazioni degli investimenti immobiliari e del *run-off* negativo delle riserve sinistri superiore alle previsioni, dall'altro, dell'andamento economico migliore delle attese;
- Fonsai ha registrato una variazione del patrimonio netto negativa per € 371,4 milioni, tuttavia una parte importante delle modifiche di elementi dell'attivo (avviamento e titoli AFS) e del passivo (*run-off* negativo delle riserve sinistri) che hanno prodotto la variazione di patrimonio era stata considerata nel processo valutativo che ha supportato la determinazione dei rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione; inoltre il budget approvato dalla compagnia nel marzo del 2013 prevede un risultato sensibilmente superiore a quello previsto nei piani utilizzati per le valutazioni;
- Premafin ha registrato modifiche degli elementi dell'attivo e del passivo trascurabili.


Per il periodo successivo al 30 giugno 2013 e sino alla data del parere, le Società ci hanno chiesto di esaminare gli atti e i provvedimenti relativi al procedimento penale in corso presso il Tribunale di Torino che coinvolge Fonsai e Milano e i documenti riguardanti i procedimenti amministrativi che hanno avuto origine dalle medesime vicende, per verificare se, sulla base dei principi contabili applicabili, ricorrano le condizioni per effettuare accantonamenti e per riconsiderare e modificare i rapporti di concambio della Fusione.

Gli elementi rinvenibili negli atti e nei provvedimenti sottoposti al nostro esame, per le ragioni esposte nel parere, non consentono allo stato di formulare ipotesi affidabili sull'esito del procedimento penale e non permettono di ritenere probabile, ai sensi dei principi contabili IAS/IFRS, l'esborso a carico delle compagnie di un importo stimabile in maniera attendibile con riferimento ad eventuali richieste di risarcimento dei danni da parte di azionisti delle compagnie e alla possibile confisca del profitto derivante dalle condotte delittuose contestate.

Riguardo ai procedimenti amministrativi in corso, non sono intervenuti eventi rilevanti successivamente al 30 giugno 2013.

Pertanto, sulla base degli elementi informativi esaminati, non sono intervenute alla data del presente parere modifiche degli elementi dell'attivo e del passivo rilevanti ai sensi dell'articolo 2501-*quinquies*, terzo comma, del codice civile e che possano rendere non più attuali i rapporti di concambio contenuti nel progetto di Fusione.

Milano, 17 settembre 2013

  
(prof. avv. Paolo Gualtieri)

**FONDIARIA-SAI S.p.A.**  
**Sede Legale e Direzione Torino**

10126 - Corso Galileo Galilei, 12  
Tel. (+39) 011.6657111 - Fax (+39) 011.6657685  
www.fonditaria-sai.it

**Direzione Firenze**

50129 - Via Lorenzo il Magnifico, 1  
Tel. (+39) 055.47941  
Fax (+39) 055.476026

Capitale sociale € 1.194.572.973,80 int. vers. - Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Torino, Codice Fiscale e Partita I.V.A. 00818570012 - Impresa autorizzata all'esercizio delle assicurazioni (art. 65 R.D.L. 29-4-1923 n. 966) - Iscritta alla Sez. I dell'Albo Imprese presso l'Isvap al n. 1.00006 - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi al n. 046

**PREMAFIN FINANZIARIA – S.p.A.**  
**HOLDING DI PARTECIPAZIONI**  
**Sede Legale**

40128 Bologna – Via Stalingrado, 37  
Tel. (+39) 051.5076111 - Fax. (+39) 051.5076602

**Sede Secondaria**

20121 Milano  
Via Daniele Manin, 37  
Tel. (+39) 02.667041  
Fax. (+39) 02.66704832

Capitale Sociale € 480.982.831,02 interamente versato. N. Registro Imprese e Codice Fiscale 07416030588 - Partita IVA 01770971008 – R.E.A. BO-504211. Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi al n. 046.

**MILANO ASSICURAZIONI S.p.A.**  
**Sede Legale e Direzione**

20161 Milano - Via Senigallia, 18/2  
Tel. (+39) 02.6402.1 - Fax (+39) 02.6402.2331  
www.milass.it

Capitale sociale € 373.682.600,42 int. vers. - Numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano, Codice Fiscale e Partita I.V.A. 00957670151 - Impresa autorizzata all'esercizio delle assicurazioni (art. 65 R.D.L. 29-4-1923 n. 966) Iscritta alla Sez. I dell'Albo Imprese presso l'Isvap al n. 1.00010 - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A. e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi al n. 046

**UNIPOL ASSICURAZIONI S.P.A.**  
**Sede Legale**

via Stalingrado, 45 - 40128 Bologna (Italia)  
tel. +39 051 5077111  
fax +39 051 375349  
www.unipolassicurazioni.it

**Sedi Operative:**

via Stalingrado, 45 - 40128 Bologna  
tel. +39 051 5077111 - fax +39 051 375349  
Casella Postale AD 1705 via dell'Unione Europea,  
3/B - 20097 San Donato Milanese (Mi) (Italia)  
tel. +39 02 51815181 - fax +39 02 51815252

Capitale Sociale i.v. Euro 259.056.000,00 - Registro delle Imprese di Bologna, C.F. e P.IVA 02705901201 - R.E.A. 460992 - Società unipersonale soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Unipol Gruppo Finanziario S.p.A., iscritta all'Albo Imprese di Assicurazione e riassicurazione Sez. I al n. 1.00159 e facente parte del Gruppo Assicurativo Unipol iscritto all'Albo dei gruppi assicurativi al n. 046

